

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

CRISIS Y REGULACIÓN FINANCIERA



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PAPELES
DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

122

2009

ISSN: 0210-9107



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PATRONATO

JUAN R. QUINTÁS SEOANE <i>(Presidente)</i>	JULIO FERMOSE GARCÍA JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO
JOSÉ ANTONIO OLAVARRIETA ARCOS <i>(Vicepresidente)</i>	FELIU FORMOSA PRAT ROBERTO LÓPEZ ABAD
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN <i>(Secretario)</i>	ENRIC MATA TARRAGÓ ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ
JOSÉ ANTONIO ARCOS MOYA	ATILANO SOTO RÁBANOS

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

CONSEJO DE REDACCIÓN

VICTORIO VALLE SÁNCHEZ <i>(Director)</i>	MANUEL LAGARES CALVO JUAN ANTONIO MAROTO ACÍN
JULIO ALCAIDE INCHAUSTI JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ	CARMELA MARTÍN GONZÁLEZ FERNANDO PAMPILLÓN FERNÁNDEZ
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE FRANCISCO CASTELLANO REAL	<i>(Subdirector)</i> JORGE PEREIRA RODRÍGUEZ
FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES <i>(Redactor-jefe)</i>	JOSÉ LUIS RAYMOND BARA JOSÉ VILLAVERDE CASTRO

COORDINADORA DE PUBLICACIONES

M.^a Pilar López Isarría

PORTADA

Elvira Marín & Asociados, S.L.

Ilustración: Archivo Latinstock

EDITA

Fundación de las Cajas de Ahorros
Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

REALIZACIÓN

Marín Álvarez Hnos. S.A.
Metalúrgicos, 14. P.I. Callfersa. 28942 Fuenlabrada. Madrid

Depósito legal:	M. 402-1980
ISSN:	0210-9107
Distribuye:	G&M.-Madrid
Precio del número 122:	17 €
Periodicidad:	Trimestral
Materia:	Economía financiera
Base de datos:	www.funcas.es

SUMARIO

INTRODUCCIÓN EDITORIAL

Crisis y regulación financiera

v

I. GÉNESIS E IMPLICACIONES DE LA CRISIS FINANCIERA

La dinámica de las tensiones financieras: Causas y consecuencias:	2	<i>José Manuel González-Páramo</i>
Crisis y regulación financiera: Lecciones de la evidencia empírica y mecanismos de acción:	12	<i>Santiago Carbó Valverde</i>
Once fallos de mercado y de Estado en la crisis financiera:	26	<i>Guillermo de la Dehesa</i>
Las implicaciones regulatorias de la crisis financiera:	38	<i>Montserrat Martínez Parera</i> <i>Fernando Restoy Lozano</i>
Nota: La reforma del sistema europeo de supervisión financiera: Situación actual y cuestiones pendientes:	47	<i>José Pérez Fernández</i>
La crisis financiera. Una perspectiva histórica:	52	<i>Antonio Torrero Mañas</i>
Financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera. Lecciones a partir de la recesión de 2008-2009:	66	<i>José García Montalvo</i>

II. EXPERIENCIAS NACIONALES E INTERNACIONALES

Demasiados aciertos pueden llevar al error: Definiendo el marco de la crisis financiera:	88	<i>Richard J. Rosen</i>
La crisis bancaria del Reino Unido:	113	<i>Phil Molyneux</i>
La crisis de "Northern Rock": Un caso de fallo de regulación, de negocio y de intervención:	124	<i>David T. Llewellyn</i>
Efectos y lecciones de la crisis crediticia para las economías emergentes:	138	<i>Alicia García Herrero</i> <i>Sonsoles Castillo Delgado</i>

III. LECCIONES PARA LA SUPERVISIÓN Y LA REGULACIÓN FINANCIERA

La crisis financiera de 2007-0X: Pecados y pecadores:	156	<i>George G. Kaufman</i>
Saneamiento y liquidación de bancos con actividad transfronteriza en Europa:	166	<i>María Jesús Nieto Carol Gillian G.H. Garcia</i>
Apuntes para una teoría post-crisis de la intervención pública en el sistema financiero:	180	<i>Gonzalo García Andrés</i>
Reflexiones sobre la regulación bancaria a raíz de la crisis financiera internacional:	193	<i>Jesús Saurina</i>
La reforma del régimen jurídico de los recursos propios de las entidades de crédito, su impacto en las cajas de ahorros:	206	<i>José María Méndez Álvarez-Cedrón Jorge Juan Pereira Rodríguez</i>
Nota: La emisión de cuotas participativas:	223	<i>Roberto López</i>
Fusiones transfronterizas y regulación: Lecciones en tiempos de crisis:	226	<i>Santiago Carbó Valverde Edward J. Kane Francisco Rodríguez Fernández</i>

IV. ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS DE LA CRISIS FINANCIERA

La crisis de los mercados inmobiliario e hipotecario. Factores explicativos:	236	<i>Julio Rodríguez López</i>
La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y el funcionamiento del mercado interbancario durante la crisis financiera:	254	<i>Juan Ayuso y Roberto Blanco</i>
Titulización en la Zona Euro: Nuevas perspectivas:	269	<i>David Marqués-Ibáñez Antonio Matas Mir</i>
El impacto macroeconómico de la integración financiera:	279	<i>José Luis Peydró Alcalde</i>
La situación de las empresas inmobiliarias y constructoras en España:	287	<i>Belén Gill de Albornoz Noguera Luis Martínez Isach Juan Fernández de Guevara Radoselovics</i>

APÉNDICE

Crisis financiera y coyuntura económica:	324	<i>Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS</i>
--	-----	--

CRISIS Y REGULACIÓN FINANCIERA

La crisis financiera que se desencadenó en agosto de 2007, y que ha dado lugar posteriormente a una grave crisis económica mundial, se ha revelado como la más importante, por su impacto cuantitativo y su globalidad, desde la Gran Depresión. Sin duda, se trata de un fenómeno que responde a múltiples causas, no necesariamente nuevas consideradas por separado pero que constituyen un entramado complejo tomadas en su conjunto. En particular, con las diferencias y dimensiones específicas que haya podido adquirir en cada país, la crisis financiera surge como consecuencia de conductas especulativas e innovaciones financieras no orientadas a la generación de valor en los sistemas financieros, pero también se ha debido a otro amplio grupo de factores económicos como el fin de un ciclo de demanda, una burbuja de precios en el sector inmobiliario y un exceso de capacidad productiva en todo el mundo. Por ello, en repetidas ocasiones se ha hecho referencia a esta crisis como la «madre de todas las crisis». Sin duda, un fenómeno de esta magnitud y relevancia social ha dado pie a un amplísimo número de análisis académicos, periodísticos y políticos.

Dado que los efectos de la crisis financiera son duraderos y la perspectiva del tiempo aun no permite abordar con suficiente distancia todos sus efectos, los principales elementos de consenso, aun lejos de la unanimidad, se han centrado en la identificación de las causas de lo acontecido. Otros elementos de relevancia, como el impacto final de la crisis y, sobre todo, los mecanismos de resolución y de prevención que pueden surgir como lecciones de la misma, están aún en pleno debate. Este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA tiene como eje la cri-

sis financiera y las propuestas de reforma de la regulación y la arquitectura financieras. Lógicamente, debido a las innumerables interacciones con la economía real, en este número también se incluyen colaboraciones que se centrarán más en aspectos de ese lado real de la economía.

Curiosamente, hace treinta años, el número 1 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se dedicó a la *Crisis Económica*, en un momento en el que la economía española estaba sometida a una de las crisis industriales más estudiadas internacionalmente. Por otro lado, desde estos orígenes, el estudio del sector financiero y la estabilidad financiera han constituido dos elementos de análisis habituales en esta revista y en la Fundación de las Cajas de Ahorros. En este sentido, el presente número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se ha concebido, con cierta ambición, para analizar de manera comprensiva estos fenómenos, aunando los esfuerzos de numerosos especialistas nacionales e internacionales de prestigio. En este sentido, las contribuciones de este volumen no sólo nos permiten analizar las causas de esta crisis, sino también, y fundamentalmente, las lecciones que de ella se desprenden, incluida la regulación que podría surgir para paliar y prevenir nuevos episodios de esta índole. Y lo más importante de esta tarea es que estos análisis se han realizado prácticamente de forma dinámica, en paralelo a muchos de los acontecimientos que se han producido.

El número se ha estructurado en cuatro partes. La primera se dedica a la génesis de la crisis financiera y sus implicaciones, incluidas la necesidad de reforma de la arquitectura internacional y la de atender a las lecciones de la historia. La segunda parte se ocupa de las experiencias nacionales e internacionales de las tensiones financieras, analizando, entre otros, experiencias tan relevantes como las de Estados Unidos, Reino Unido y los países emergentes. La tercera parte se centra en el papel de la supervisión y la regulación financiera antes, durante y después de la crisis. Finalmente, el número se cierra con un apartado dedicado al análisis específico de los múltiples factores explicativos de la crisis financiera, incluyendo el estudio de fenómenos como las burbujas en el mercado inmobiliario o el papel de la titulización de activos.

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, al ofrecer este nuevo número a la consideración de los lectores, quiere dejar constancia de su agradecimiento al profesor de la Universidad de Granada y director del Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS **Santiago Carbó Valverde**, a quien ha correspondido la difícil tarea de diseño y coordinación del número. Quede también expreso el reconocimiento al profesor titular de la Universidad de Granada **Francisco Rodríguez Fernández**, por su asistencia y valiosa ayuda en todo el proceso de edición.

El número se abre con la colaboración de **José Manuel González-Páramo**, consejero del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo. Se trata del artículo «La dinámica de las tensiones financieras: Causas y consecuencias», en el que se exponen detalladamente los orígenes de la crisis. El trabajo detalla, en primer lugar, los factores microeconómicos, destacando la infravaloración del riesgo y la aparición de productos opacos y sistemas financieros alternativos, o «en la sombra» (*shadow banking systems*). Estos factores se enlazan con los macroeconómicos, en los que se destaca que gran parte de los desequilibrios globales vinieron ya gestándose durante más de una década. En todo caso, han sido las turbulencias financieras de los dos últimos años las que han llevado a los bancos centrales y a otras autoridades a adoptar medidas para estabilizar los mercados que no tienen precedentes históricos en cuanto a magnitud, rapidez y frecuencia. En este sentido, como señala González-Páramo, un rasgo fundamental de la respuesta a la crisis, novedoso y sumamente positivo, ha sido el alto grado de coordinación, tanto entre las autoridades nacionales, dentro de sus ámbitos de responsabilidad, como en el terreno internacional. Como señala el autor, la sostenibilidad de la recuperación pasa por aplicar con diligencia «estrategias de salida» adecuadas. Pueden distinguirse principalmente tres líneas de defensa desplegadas por las autoridades contra la crisis: la primera ha consistido en el aumento de la provisión de liquidez por parte de los bancos centrales; la segunda incluye las múltiples medidas destinadas a garantizar y reforzar la estabilidad financiera, y, de modo coincidente en el tiempo, la tercera ha sido el ajuste de las políticas macroeconómicas de estímulo de la demanda agregada.

GÉNESIS E IMPLICACIONES DE LAS TENSIONES FINANCIERAS

Ante la situación descrita, conviene preguntarse qué lecciones hemos podido obtener de la evidencia empírica y cuáles son los principales retos y propuestas recientes para la reforma financiera internacional ante la crisis. De estos temas se ocupa el artículo de **Santiago Carbó Valverde** (Universidad de Granada y FUNCAS) titulado «Crisis y regulación financiera: Lecciones de la evidencia empírica y mecanismos de acción». El autor señala cómo la perspectiva internacional de reforma de la regulación se ha orientado progresivamente a evitar la proliferación de los anteriormente mencionados *shadow banking systems*, así como la coordinación a escala nacional y la articulación de intervenciones rápidas y efectivas (*prompt corrective action*). En el marco de la Unión Europea, estos objetivos se han traducido en una combinación de supervisión basada en un doble enfoque microprudencial, con el objetivo de que los distintos comités de supervisión en los que participan los estados miembros puedan tomar decisiones de obligado cumplimiento para todos, y macroprudencial, con la creación de un órgano delegado con capacidad propia de acción para adoptar iniciativas que puedan prevenir problemas sistémicos. Desde la perspectiva nacional, se ofrece evidencia empírica que sugiere la existencia de una relación entre un cre-

cimiento excesivo del crédito en el pasado y los problemas actuales de deterioro de activos. También se observa que las mayores exigencias de supervisión prudencial y las provisiones dinámicas del Banco de España han podido paliar, hasta ahora, parte de los efectos del deterioro de activos, pero no todos. En cualquier caso, aún son precisos algunos ajustes adicionales que se acometerán en el marco de la reestructuración ordenada del sector bancario, lo que generará muy probablemente un intenso proceso de consolidación financiera.

Ante esta necesidad de reformas, parece oportuno preguntarse: ¿no se contaba con suficientes herramientas para haber prevenido la crisis? El artículo de **Guillermo de la Dehesa** (Centre for Economic Policy Research), titulado «Once fallos de mercado y de Estado en la crisis financiera», analiza los fallos del mercado y del Estado durante el transcurso de la actual crisis económica. Como indica el autor, existe, en términos generales, un fallo de mercado cuando de algún modo no se produce una asignación eficiente de los recursos. Esto supone que o bien no se han tenido en cuenta los costes y beneficios externos (eficiencia social), o bien no se han conseguido producir los bienes y servicios al coste mínimo que exigen los consumidores (eficiencia en su asignación), o bien no se ha utilizado la mínima cantidad de recursos posible en la producción de bienes y servicios (eficiencia técnica), o bien no se han podido producir los bienes y servicios a su coste de factores de producción más bajo (eficiencia productiva). Por otro lado, existe un fallo de Estado o de Gobierno cuando éstos, al intentar corregir un fallo de mercado, producen otro fallo de mercado mayor al intervenir en él, reduciendo su eficiencia, distorsionando su funcionamiento o produciendo efectos no previstos en sentido contrario al deseado. De la Dehesa señala cómo, en el contexto de la crisis, los fallos de Estado pueden provocar problemas estructurales porque sus decisiones vienen determinadas por resolver problemas puntuales a corto plazo, lo que puede empeorar el problema a largo plazo, al adoptarse medidas que cuentan con viabilidad financiera a largo plazo, y que provocan aumentos fuertes de la deuda pública y de los tipos de interés que pueden afectar negativamente a los mercados y al conjunto de los ciudadanos. También pueden producirse fallos del sector público por causas de información asimétrica, cuando saben mucho más sobre los mercados sus propios agentes que el Gobierno y, por tanto, pueden tomar medidas que terminen reduciendo la eficiencia de las medidas de éste. Finalmente, se puede llegar a producir una captura regulatoria o un arbitraje regulatorio, es decir, que las agencias regulatorias terminen siendo dominadas por aquellos a los que intentan regular o que estos últimos puedan lograr reducir su impacto, arbitrando entre unas agencias y otras.

¿A qué reformas pueden conducir estos fallos de mercado y de Estado? El artículo elaborado por **Montserrat Martínez Parera** y **Fernan-**

do Restoy Lozano, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con el título «Las implicaciones regulatorias de la crisis financiera», revisa la motivación y el contenido de las principales iniciativas de reforma regulatoria. En particular, se evalúan algunas de las reformas previstas en los requerimientos de información de las empresas financieras en general y de la regulación de las agencias de *rating* en particular. Al mismo tiempo, se enfatiza la necesidad de avanzar más decididamente en la revisión de la normativa europea que regula la transparencia en los mercados de capitales. Por otro lado, se pasa revista a la reciente propuesta de la Comisión Europea para reformar la organización de la supervisión europea, señalando algunas áreas en las que cabrían mejoras a juicio de los autores. Las reformas precisas no sólo atañen al control del riesgo, sino también a la restauración de un sistema de incentivos que favorezca que el comportamiento individual de los agentes no genere dificultades para el mantenimiento de la estabilidad financiera. No sólo se requiere reforzar los mecanismos existentes en el sistema financiero para impedir la quiebra de entidades sistémicas, sino también controlar las innovaciones espurias, tan sólo impulsadas por el arbitraje regulatorio, y sobre todo lograr que en los mercados se eliminen asimetrías de información que perturben la adecuada toma de decisiones por parte de los agentes. Por ello, muchas de las actuaciones públicas que resultan necesarias no tienen como objetivo restringir la operativa de los mercados, sino más bien establecer las condiciones para que el libre funcionamiento de éstos no perturbe su estabilidad. Con todo, el principal reto que tienen las autoridades financieras es lograr que la nueva regulación no agudice los problemas de riesgo moral que sus intervenciones han generado de modo inevitable. Ello implica buscar fórmulas para limitar las repercusiones sociales de las crisis de entidades concretas y, como mínimo, impedir que las garantías implícitas de apoyo público generen incentivos perversos en la gestión de las entidades financieras.

Las reformas de la supervisión financiera en el marco de la Unión Europea son también analizadas en la nota de **José Pérez Fernández**, presidente de Intermoney, titulada «La reforma del sistema europeo de supervisión financiera: Situación actual y cuestiones pendientes». El autor, como miembro del grupo Larosière, repasa las recomendaciones de este grupo, asumidas por la Comisión Europea y comunicadas al Consejo Europeo en la primavera de 2009. Se parte de un estudio de las interacciones entre los fallos en la regulación y los de los mecanismos de supervisión como dos realidades inseparables y mutuamente interdependientes. Con la reforma, se parte de una nueva configuración institucional, dado que, por un lado, se constituirá el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, enfocado a velar prudencialmente por la estabilidad del conjunto del sistema financiero de la UE, y por otro lado, se establecerán tres autoridades europeas de supervisión de carácter secto-

rial —banca (EBA), mercados de valores (ESMA) y seguros y pensiones (EIOPA)— que, junto a los supervisores nacionales, integrarán el Sistema Europeo de Supervisores Financieros. En todo caso, José Pérez enfatiza que, para que estas instituciones recojan de forma fehaciente las recomendaciones del informe Larosière, es preciso que cumplan con los siguientes principios: eficiencia, eficacia, calidad, coherencia de la estructura de supervisión con las redes de seguridad, independencia institucional, alcance de las decisiones, inclusión del conjunto de la Unión Europea, subsidiariedad (hacer lo más efectivo y delegar el resto), neutralidad con respecto a las actuales estructuras nacionales de supervisión financiera, compatibilidad con la reforma financiera global, continuidad en el tiempo y rendición de cuentas. Asimismo, como conclusión, se destaca que es preciso que esta reforma supervisora permita prevenir crisis y evitar que el sistema de incentivos se pervierta de modo que la resolución de estos fenómenos de inestabilidad financiera recaiga sobre el erario público.

Teniendo en cuenta el desarrollo que han alcanzado los mercados y el gran número de cambios en la regulación que se han producido en las últimas décadas, parece lógico analizar si en estas reformas hemos aprendido algo de las raíces históricas de las crisis o si, como sugieren los acontecimientos recientes, es preciso revisar las lecciones de inestabilidad y turbulencia pasadas. Estas cuestiones son abordadas por **Antonio Torrero Mañas** (Universidad de Alcalá de Henares) en «La crisis financiera. Una perspectiva histórica». En este artículo se establece una comparación entre la Gran Depresión y los fenómenos recientes. Como señala el autor, la crisis actual surge, entre otras cosas, como resultado de una expansión del crédito cuya magnitud no es soportable por el sistema económico. Para el autor, son diversos los factores que han inducido al aumento de la frecuencia e importancia de las crisis financieras. En un repaso de las ocurridas en los últimos treinta años, Torrero señala que la principal conclusión es que los gobiernos y los bancos centrales intentan conducir y suavizar los procesos de inestabilidad financiera para evitar un estallido y, sin embargo, el esfuerzo regulador ha considerado exclusivamente el riesgo microeconómico, sin tener en cuenta el riesgo cada vez mayor de una crisis sistémica como la actual, que hubiera requerido, como viene evidenciándose desde hace ya mucho tiempo, un enfoque más macroprudencial y coordinado. Como señala el autor, nos encontramos en una situación que tiene algún parecido con la de la década de los años treinta del pasado siglo. Entonces, la poderosa construcción clásica entró en crisis debido a su incapacidad para explicar la situación; de ahí el descrédito de los economistas. Ahora, el edificio neoclásico, pleno de rigor, no sólo es incapaz de explicar y afrontar la crisis, sino que ha contribuido y respaldado los principios y el desarrollo de las ideas e instrumentos que sirven de base a los comportamientos financieros y moldean las características de las instituciones.

En este primer bloque, dedicado a la génesis y el desarrollo de la crisis y a las reformas que de ella se derivan, resulta necesario considerar un factor que, sin haber afectado a todos los países, ha tenido una incidencia importante en muchos de ellos, entre otros, en España: los desequilibrios en el mercado inmobiliario. **José García Montalvo** (Universidad Pompeu Fabra e Ivie) analiza detalladamente el origen y la transmisión de la crisis financiera, tomando como base el sistema de financiación inmobiliaria y el sistema de incentivos de los directivos de las entidades financieras, en su artículo «Financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera. Lecciones a partir de la recesión de 2008-2009». El autor realiza una interpretación de la crisis inmobiliaria y su traslación, a partir de los efectos en la financiación inmobiliaria, al sistema financiero y la economía en general. Como señala García Montalvo, algunos analistas han interpretado la crisis inmobiliaria como la consecuencia de la crisis financiera y de las nuevas condiciones crediticias, sin tener en cuenta los mecanismos que explican la crisis financiera ni considerar la velocidad y la oportunidad con que se han producido los acontecimientos. Para el autor, algunos análisis en España culpan al «enemigo exterior», la crisis financiera internacional, de los problemas de la economía española. Sin embargo, se señala que la semilla de la crisis en España se plantó mucho antes, sobre la base de un sobredimensionado sector de la construcción y con una productividad menguante. En los últimos años, hemos sido testigos de un encadenamiento de burbujas ante la dificultad de producir con rapidez el necesario desapalancamiento de la economía. La burbuja de las *puntocom* fue seguida por una burbuja inmobiliaria. El pinchazo de la burbuja inmobiliaria ha creado una nueva burbuja: la burbuja de la deuda pública. Pero, llegados a este punto, no hay ningún otro lugar hacia donde empujar la burbuja. Para García Montalvo, en cada traslación de la burbuja el número de participantes ha ido creciendo, y el resultado final de este encadenamiento de burbujas dependerá de la capacidad del sector público para desapalancarse o de la posibilidad de devolver la burbuja a los mercados bursátiles y posponer el ajuste.

La segunda parte de este volumen de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se dedica al análisis de las experiencias nacionales e internacionales. Como se señaló anteriormente, al analizar la génesis de la crisis, la vista se vuelve hacia Estados Unidos y a la generación de un sistema financiero alternativo en la sombra: el *shadow banking system*. En su contribución «Demasiados aciertos pueden llevar al error: Definiendo el marco de la crisis financiera», **Richard J. Rosen**, investigador del Federal Reserve Bank of Chicago, explica que el periodo anterior a la crisis financiera se ha caracterizado por cambios en el sistema financiero que han dado como resultado un desplazamiento de la actividad financiera, alejándose de las actividades bancarias de préstamo tradicionales, hacia ese *shadow banking system*. La crisis financiera actual puede ser considerada como el

EXPERIENCIAS NACIONALES E INTERNACIONALES

producto de un sistema en el que los inversores presentan un exceso de confianza e invierten el dinero de otros individuos, mientras los intermediarios surgen para aprovecharse de las tendencias de los inversores. Como señala Rosen, si los inversores tenían una mezcla de exceso de confianza, falta de atención y deseo de elevados rendimientos, los intermediarios que crearon el sistema financiero alternativo fuera de la regulación tenían un incentivo para crear titulizaciones con elevados rendimientos (que entonces consideraron aciertos) pero posiblemente mucho riesgo oculto (que se ha convertido en muchos errores), como finalmente se evidenció. Para el autor, no hay razón para esperar que este proceso no se repita si no se aborda una importante reforma regulatoria. Para ello, será necesario un cambio importante en los esquemas de incentivos en todo el sector bancario, en el cual cada actividad tenga su riesgo identificado y, con él, su adecuada regulación y supervisión.

Por su trascendencia para Europa, y al protagonizar algunos de los episodios de quiebra y rescate bancarios más sonados, resulta de gran relevancia el análisis particular del desarrollo de la crisis en el Reino Unido. El profesor **Phil Molyneux**, de la University of Bangor (Gales, Reino Unido), analiza estas cuestiones en su artículo «La crisis bancaria del Reino Unido». Para el autor, es suficientemente llamativo señalar que ahora los grandes bancos británicos son *de facto* de propiedad pública, dado que el Gobierno ha tenido que inyectar fondos masivos para reflotarlos. Para el autor, el colapso de los mercados inmobiliarios globales provocado por la crisis *subprime* de los Estados Unidos es generalmente considerado como la principal causa de la crisis, pero también debe considerarse la excesiva propensión al riesgo de los bancos y las inapropiadas estructuras de gobierno y gestión que han llevado a estos errores. Para Molyneux, es tiempo de revisar el proceso de desregulación a escala nacional e internacional que se ha producido en las últimas décadas. Curiosamente, las entidades bancarias del Reino Unido se encontraban antes de la crisis entre las más rentables, y eran a menudo consideradas como el paradigma del mercado. Sin embargo, muchos de estos bancos protagonizaron el colapso en 2008, precisamente porque de lo que eran un ejemplo era de los fallos de gestión del riesgo anteriormente señalados. Para el autor, la reforma financiera y las propias estrategias del sector se reconducirán hacia una «vuelta a lo básico» (*return to basics*), a los orígenes, que implicará un mayor énfasis en ratios de capitalización y liquidez simples, exigentes e inteligibles que serán requeridas como criterios básicos de funcionamiento a las entidades financieras. Asimismo, se exigirá una mayor transparencia que evite modelos de negocio opacos, complementada con el desarrollo de sistemas de alerta efectivos y otros procedimientos de intervención y prevención.

En el Reino Unido destacó, en los orígenes de la crisis, el caso particular de la caída de Northern Rock y el riesgo de pánico bancario que en-

tonces se produjo, dos cuestiones analizadas en profundidad en el artículo «La crisis de “Northern Rock”: Un caso de fallo de regulación, de negocio y de intervención», de **David T. Llewellyn** (Loughborough University). Como señala Llewellyn, si hay alguna consecuencia positiva de la crisis, es que obligó a considerar una serie de cuestiones fundamentales más importantes que los detalles del propio caso Northern Rock. La argumentación central del autor es que el episodio de Northern Rock fue un caso multidimensional, que reflejaba un complejo conjunto de problemas interrelacionados. Asimismo, este caso reveló la existencia de elementos de riesgo y debilidad sistémica en diferentes áreas, entre las cuales cabe destacar dos: no existía un régimen especial de insolvencia para los bancos y no se disponía de modelos definidos de resolución *ex ante* para bancos en dificultades. Tras esta crisis, el Gobierno británico está llevando adelante una de las mayores transformaciones históricas en la regulación financiera, aunque, a juicio del autor, no todas sus carencias fueron abordadas. En definitiva, la consecuencia positiva en este contexto es que el proceso centró la atención en estas graves líneas de fractura.

La actual crisis financiera es de carácter global; por ello afecta tanto a países desarrollados como a economías emergentes, cuya importancia es, ha sido y será determinante en el orden económico mundial en los próximos años. **Alicia García Herrero** y **Sonsoles Castillo Delgado** (Servicio de Estudios del BBVA) revisan, en su artículo «Efectos y lecciones de la crisis crediticia para las economías emergentes», las consecuencias que sobre estos países ha tenido una crisis financiera internacional sin precedentes. Una primera lección que se extrae de esta crisis es que en esta ocasión el mundo emergente, en general, ha parecido resistir mejor la crisis. Si bien es cierto que la acumulación de *shocks* y su duración en el tiempo ha terminado impactando negativamente a prácticamente todas las economías, sobre todo por la potencia del canal real; también es cierto que el impacto del canal financiero ha tenido un carácter más transitorio y menos dañino. La segunda lección es que el grado de ajuste de las economías emergentes ante la crisis está muy correlacionado con su posición de partida (desequilibrios, margen de acción de las políticas y fortalezas de los sistemas financieros). Es más, es previsible que las dinámicas de salida de la crisis también estén relacionadas con el punto de partida del que provenían estas economías en cuanto a fortaleza de sus regulaciones y sus propios sistemas financieros; por lo tanto, se puede afirmar que de esta crisis surgirán ganadores y perdedores dentro del propio mundo emergente. La tercera lección es que el mundo emergente escala posiciones en el entorno internacional frente al mundo desarrollado. La crisis está pasando factura a las economías occidentales no sólo en términos de crecimiento, sino también de credibilidad, al tiempo que algunas de las principales economías emergentes saldrían forta-

LECCIONES PARA LA SUPERVISIÓN Y LA REGULACIÓN FINANCIERA

lecidas, lo que les estaría empujando a reivindicar mayor protagonismo en la escena internacional.

Como respuesta a los desequilibrios y las necesidades regulatorias señalados en los bloques anteriores, la tercera parte de este volumen se centra en las lecciones específicas para la supervisión y la regulación. **George G. Kaufman** (Loyola University) identifica, en su artículo «La crisis financiera de 2007-0X: Pecados y pecadores», a muchos de los principales responsables que contribuyeron con su actuación al estallido y la difusión de la crisis financiera de 2007 en adelante. Para el autor, no todos los culpables deberían soportar la misma responsabilidad, aunque sin cada uno de ellos la crisis no hubiera llegado a ser tan grave. Por un lado, se señala como un error haber concedido excesivo protagonismo a los mercados hipotecarios, y sobre todo a la proliferación de sus intermediarios, sin los adecuados controles. Por otro lado, uno de los elementos más importantes es que los reguladores no exigieron a los bancos que mantuviesen un nivel de recursos propios suficiente y correctamente calculado para absorber pérdidas inesperadas. Asimismo, aun cuando autoridades como el Federal Deposit Insurance Corporation contaban con potestad para adoptar medidas de acción correctiva temprana, éstas no se pusieron en marcha. Como la toma de medidas correctivas eficaces exige una correcta identificación de las causas de la crisis, el autor señala que hay que mirar al pasado para intentar evitar que se repitan los mismos errores en el futuro, y la regulación debe tener en cuenta estas dimensiones. Sin embargo, advierte que en otras ocasiones se dio esta recomendación y, hasta ahora, parece no haberse seguido.

Siguiendo con las reformas regulatorias y de supervisión, el artículo «Saneamiento y liquidación de bancos con actividad transfronteriza en Europa», de **María Jesús Nieto Carol** (Banco de España) y **Gillian G. H. Garcia** (FMI), analiza las limitaciones del marco institucional descentralizado y la falta de coordinación de la regulación sobre gestión de crisis financieras transfronterizas en la UE. Como indican las autoras, estas deficiencias se han hecho particularmente patentes en el contexto de las turbulencias financieras que se dieron desde agosto de 2007. En otoño de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, algunos gobiernos nacionales se apresuraron a incrementar los niveles de cobertura de sus sistemas de garantía de depósitos y a recapitalizar sus bancos en crisis. A pesar del compromiso político de los ministros de Finanzas en el ECOFIN, al comienzo de este periodo de turbulencias, de reformar el marco institucional, incluyendo las directivas comunitarias, las reformas hasta la fecha parecen limitadas particularmente al ámbito de los esquemas de seguro de depósito y el saneamiento y la liquidación de entidades bancarias transfronterizas. Estas dos importantes instituciones para la salvaguarda de la estabilidad financiera, sin embargo,

han sido bastante olvidadas en las estructuras y mecanismos de coordinación explícita entre estados miembros que se han creado en los últimos años. Más aún, la coordinación implícita mediante las directivas ha sido sólo de mínimos, resultando a todas luces insuficiente. En este análisis, Nieto y García destacan que los supervisores prudenciales de la UE tienen objetivos diferentes, arquitecturas institucionales distintas y distintas facultades para actuar en circunstancias de crisis, lo que dificulta las reformas. Es más, en algunos países los supervisores acuden con frecuencia a la persuasión moral, mientras que en otros la «carga de la prueba» en el ejercicio de sus facultades recae sobre ellos mismos, lo que contribuye a retrasar su acción correctiva.

Siguiendo esta línea de análisis, el artículo «Apuntes para una teoría post-crisis de la intervención pública en el sistema financiero», de **Gonzalo García Andrés** (Economista del Estado), muestra que la crisis financiera ha marcado el inicio de una nueva ola de cambio e intensificación de la intervención pública en el sistema financiero. Resulta necesario en este sentido, señala García Andrés, trabajar para que la gran reforma en curso tenga éxito en el difícil desafío de aprovechar el potencial para generar bienestar de un sistema financiero abierto y basado en el mercado. La reflexión en este artículo sobre el sistema financiero y su relación con la economía real comienza con la propuesta de un paradigma teórico alternativo al de la eficiencia de los mercados financieros. A su vez, se plantean los elementos fundamentales que debe tener el nuevo sistema de regulación considerando los fallos de mercado que éste debe abordar. El autor señala algunos de los desafíos de la correcta aplicación de la regulación y del tratamiento de las entidades sistémicas, destacando que el primer paso es que la regulación asimile el alcance, la complejidad y los costes de los fallos de mercado, y que se adapte para prevenirlos y corregirlos eficazmente. Asimismo, se señala que la experiencia española parece desmentir esta «imposibilidad» de alcanzar un equilibrio razonable entre mercado e intervención pública en las finanzas. Como indica el autor, a pesar de algunos problemas en algunos segmentos del sistema bancario, el modelo español de regulación y supervisión ha resistido bastante bien la crisis.

En su artículo «Reflexiones sobre la regulación bancaria a raíz de la crisis financiera internacional», **Jesús Saurina** (Banco de España) continúa el análisis de la regulación bancaria y de su contribución a la estabilidad financiera a raíz de la crisis financiera internacional. El tipo de enfoque regulatorio, el nivel de capital y su oscilación a lo largo del ciclo o la gestión del riesgo de liquidez son algunos de los elementos sobre los que se ha abierto un intenso debate, todavía inconcluso para el autor. En el artículo se sugiere que la crisis financiera internacional se va a traducir inevitablemente en un nuevo panorama bancario mundial como consecuencia de un necesario proceso de reestructu-

ración del sistema bancario, que debe adecuar su nivel de capacidad productiva a un nuevo entorno económico menos expansivo en los próximos años. Una disminución del número de entidades y un aumento de la concentración de éstas puede contribuir temporalmente a reforzar el valor de las franquicias bancarias que sobrevivan. Un mayor valor de la franquicia bancaria, como resultado de una disminución de la intensidad competitiva, tiene efectos moderadores sobre los incentivos de las entidades a asumir mayores niveles de riesgo. Sin embargo, señala Saurina, éste no puede ser el equilibrio de largo plazo de un sistema bancario. La competencia aumenta la eficiencia y el bienestar de la sociedad. Por lo tanto, los reguladores bancarios deben buscar un marco regulatorio que estimule la competencia entre entidades y, al mismo tiempo, garantice su estabilidad y solvencia, lo que requiere una regulación más estricta del riesgo asumido.

En este entorno de regulación y reforma, los mecanismos de generación y ampliación de recursos propios han sido objeto de análisis y discusión. El artículo de **José María Méndez Álvarez-Cedrón**, director general adjunto de CECA, y **Jorge Juan Pereira Rodríguez** (Confederación Española de Cajas de Ahorros), titulado «La reforma del régimen jurídico de los recursos propios de las entidades de crédito, su impacto en las cajas de ahorros», analiza estas cuestiones para las cajas de ahorros españolas. Se establece, en primer lugar, la evolución de la normativa prudencial sobre fondos propios de las entidades de crédito dentro del ordenamiento español. En segundo lugar, se pone en perspectiva la revisión del régimen de recursos propios efectuada por parte de las autoridades internacionales durante la crisis financiera. Asimismo, se examina el nuevo impulso internacional a la regulación de los recursos propios, estudiando las diferentes reformas a la Directiva de Adecuación del Capital. En tercer lugar, se evalúa la gestión de los recursos propios en las cajas de ahorros, haciendo especial referencia a sus peculiaridades institucionales y legales. Para los autores, si el endurecimiento de la normativa de capital se concreta, las cajas de ahorros deben ser plenamente conscientes de que deben reforzar en lo posible sus recursos propios. Asimismo, si se materializa la reforma proyectada en el régimen del capital, debería abordarse paralelamente un debate sobre los instrumentos con que cuentan las cajas para cubrir su capital regulatorio. En este sentido, como sugieren Méndez y Pereira, debe reflexionarse sobre la figura de las cuotas participativas.

Precisamente, la emisión de cuotas participativas se ha tornado como una de las opciones para las cajas de ahorros de incrementar su capital. En la nota de **Roberto López** (Caja de Ahorros del Mediterráneo), con el título «La emisión de cuotas participativas», se señala, a partir de la experiencia reciente, que la emisión de cuotas permite respaldar la estrategia de internacionalización de las cajas de ahorros, mejoran-

do la estructura de la base de capital y permitiendo así aprovechar el efecto multiplicador sobre el potencial de emisión de otro tipo de recursos propios, como la deuda subordinada o las participaciones preferentes.

Otro de los elementos de análisis en el marco de la reforma regulatoria señalados anteriormente es la necesidad de abordar y atajar las posibilidades de arbitraje regulatorio, como la capacidad de aprovechar las asimetrías en la regulación en distintos países o circunscripciones. Las fusiones transfronterizas de entidades financieras, en especial de aquellas en que participan las denominadas «instituciones sistémicas», tienen una elevada importancia desde este punto de vista. **Santiago Carbó Valverde** (Universidad de Granada y FUNCAS), **Edward J. Kane** (Boston College) y **Francisco Rodríguez Fernández** (Universidad de Granada y FUNCAS) señalan, en su artículo «Fusiones transfronterizas y regulación: Lecciones en tiempos de crisis», que la falta de una política única de supervisión y regulación financiera en Europa abre la vía para que estas fusiones se conviertan en una forma de arbitraje regulatorio, en el que la integración perseguiría aprovechar las regulaciones menos exigentes y extraer, de este modo, los mayores beneficios posibles de la red de seguridad. Los autores analizan los resultados empíricos de algunas investigaciones recientes que estiman el impacto de estas prácticas. La implicación política fundamental de este estudio es que las fusiones transfronterizas pueden reducir la eficacia de los requerimientos de capitales propios y/o los seguros de depósitos en los países de la UE, un elemento de gran trascendencia en el actual contexto de reformas de los sistemas de supervisión en la Unión Europea.

El último bloque del número incluye un repaso a algunos determinantes específicos de la crisis financiera y de sus interrelaciones con la economía real. Lo acontecido en España en este contexto sirve de marco para algunos de los artículos de esta sección. El artículo «La crisis de los mercados inmobiliario e hipotecario. Factores explicativos», de **Julio Rodríguez López** (Banco de España), presenta un profundo análisis del mercado hipotecario y de vivienda como factores fundamentales para explicar la actual crisis financiera en España. Como señala el autor, el análisis del mercado de vivienda obliga a seguir la pista a las raíces del comportamiento de la demanda y de la oferta de dicho activo. Entre 1997 y 2007 se produjo en España una fuerte canalización de recursos hacia el mercado inmobiliario, en especial en materia de suelo y de crédito, lo que iba a ocasionar, con alta probabilidad, abundantes desequilibrios, así como también iba a afectar de forma negativa a la capacidad de competir de la economía española. El autor enfatiza los posteriores problemas de liquidez y de solvencia bancarios, que provocaron un fuerte racionamiento del crédito bancario a la vi-

ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS DE LA CRISIS FINANCIERA

vienda en 2008 y 2009. En este contexto, como señala Rodríguez López, las entidades de crédito han vuelto a considerar en gran parte a los depósitos como vía principal de financiación desde el inicio de la crisis. Está por ver, sin embargo, cuál será la evolución futura de la titulización como mecanismo de «alimentación financiera» de bancos y cajas de ahorros en España. Para el autor, será difícil que en la Unión Europea se vuelvan a repetir operaciones en las que el crédito titulado desaparece plenamente del balance de dichas entidades.

La política monetaria es un instrumento clave para paliar los efectos de la crisis financiera. En el artículo «La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y el funcionamiento del mercado interbancario durante la crisis financiera», de **Juan Ayuso y Roberto Blanco** (Banco de España), se muestra que la crisis financiera que se inició durante el verano de 2007 ha afectado notablemente al funcionamiento de los mercados monetarios mundiales. Dada la importancia de éstos para la política monetaria, los bancos centrales han reaccionado modificando sus marcos operativos. En el caso del Eurosistema, la rápida reacción y la flexibilidad de su marco operativo permitieron, durante la primera fase de la crisis, enfrentarse con razonable éxito a los problemas. De la comparación con otras experiencias, una de las lecciones que se pueden extraer es que determinadas contrapartidas son atributos deseables de cualquier marco operativo de política monetaria. En particular, los autores señalan que la provisión de un cierto volumen de fondos más allá del muy corto plazo ha mostrado que puede presentar algunas ventajas para el funcionamiento de los mercados monetarios, pero también cabe plantearse si el volumen de las operaciones a más corto plazo debe superar un cierto nivel crítico mínimo para que los bancos centrales sigan pudiendo controlar la formación de los tipos de interés de mercado a esos horizontes.

En el contexto de la liquidez, la titulización, que puede ser definida como la agrupación de activos financieros para la subsecuente venta en forma de títulos valores, ha tenido un elevado protagonismo en los últimos años. La contribución de **David Marqués-Ibáñez y Antonio Matas Mir** (Banco Central Europeo), bajo el título «Titulización en la Zona Euro: Nuevas perspectivas», explica que la reciente crisis financiera ha traído vulnerabilidades de los mercados de titulización, dañando el funcionamiento de los mercados de crédito. La actividad de titulización se expandió de forma espectacular en el periodo previo al comienzo de la crisis crediticia, en términos de actividad y en el número y la complejidad de los instrumentos empleados. Este artículo presenta hechos relacionados con los avances en titulización y su desempeño en la zona euro, resaltando las implicaciones de la política monetaria y la estabilidad financiera, las actuales iniciativas del Banco Central Europeo para recopilar y ofrecer estadísticas sobre titulización,

e iniciativas regulatorias actualmente llevadas a cabo. Los autores prevén tanto un considerable endurecimiento de la consideración que reciben las titulaciones en el marco de la revisión de Basilea II como un incremento muy significativo de los requisitos contables y de transparencia informativa.

José Luis Peydró Alcalde (Banco Central Europeo) expone, en su artículo «El impacto macroeconómico de la integración financiera», que el aumento de la globalización internacional en las dos últimas décadas ha generado un debate sobre el impacto macroeconómico de la integración financiera. La evidencia resumida en este artículo sugiere que la integración financiera resulta positiva para la convergencia económica y la distribución del riesgo, de ahí que fomente el bienestar de los países de la zona euro. Si bien la integración financiera puede que suponga inestabilidad financiera en casos extremos, existe evidencia que sugiere que la crisis financiera actual no fue causada por la exposición de los países a los mercados y productos financieros de los Estados Unidos. Asimismo, Peydró señala que la política monetaria expansiva puesta en marcha para paliar los efectos de la crisis en Europa ha evitado que el crecimiento del PIB se haya resentido de forma aún más marcada.

El artículo que cierra este número se titula «La situación de las empresas inmobiliarias y constructoras en España», y corresponde a **Belén Gill de Albornoz Noguer** (Universitat Jaume I de Castellón e Ivie), **Luís Martínez Isach** (Universitat Jaume I de Castellón) y **Juan Fernández de Guevara Radoselovics** (Universidad de Valencia e Ivie). Este trabajo presenta evidencia sobre el comportamiento de las empresas de los sectores de la construcción e inmobiliario en España durante el periodo 1997-2007. Para ello, se analizan a nivel agregado los estados financieros de una amplia muestra de empresas constructoras e inmobiliarias. Como muestran los autores, entre 1997 y 2006 se produjo un extraordinario incremento de las tasas de rentabilidad financiera en estos sectores, que prácticamente se desvanecieron en 2007. Los resultados del análisis realizado indican que el enorme aumento del endeudamiento de las empresas se tradujo en sustanciales incrementos de rentabilidad para los accionistas, gracias, en gran parte, al efecto que la especulación en torno a los precios de la vivienda y del suelo generó sobre los resultados. Además, el enorme déficit entre el volumen de fondos generados por las operaciones y el de fondos invertidos en el periodo considerado fue cubierto casi en su totalidad con fondos ajenos, dado que la aportación neta de los accionistas a la generación de *cash flow* en estos sectores fue negativa. Como se sugiere en este artículo, ahora que se ha evidenciado que la burbuja en el sector inmobiliario ha pinchado, cabe preguntarse si la crisis del sector, que está arrastrando al resto de la economía, va a servir para detectar los errores que se cometieron y adoptar medidas para evitar que se repitan.

Junto con el nutrido grupo de artículos señalados, este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se cierra con un detallado *apéndice estadístico*, en el que el **Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS** aporta un conjunto de indicadores que permiten aproximar la evolución de la coyuntura española desde el inicio de la crisis.

En definitiva, y aun cuando muchos de los efectos y cambios que traiga esta crisis proporcionarán numerosas lecciones para el análisis durante los próximos años, la lectura de todas las contribuciones de este número puede proporcionar al lector una visión de conjunto de las causas y consecuencias de la crisis bancaria y, lo que es tanto o más importante, de los cambios y transformaciones que no sólo en la regulación, sino también en la propia forma de entender el desarrollo financiero y su sostenibilidad, han podido surgir.

COLABORACIONES

I.
**GÉNESIS E IMPLICACIONES
DE LA CRISIS FINANCIERA**

Resumen

La actual crisis sigue afectando a mercados financieros —el crediticio, en particular— que son clave para el funcionamiento adecuado de las economías de la zona euro. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes parecen mostrar algunos indicios de estabilización. Sin embargo, el sistema financiero internacional sigue acusando los efectos de la incertidumbre sobre la solidez de las entidades financieras y bancarias, y sobre su capacidad de resistencia ante nuevas perturbaciones negativas en la actividad económica. Por ello, es imprescindible progresar con rapidez en la aplicación de reformas en la arquitectura financiera internacional y en los marcos reguladores y supervisores, que son necesarias para reforzar los fundamentos del sistema financiero mundial y evitar la repetición de episodios similares.

Palabras clave: crisis financiera, Eurosistema, Banco Central Europeo, reformas financieras.

Abstract

The financial markets — the credit market in particular — which are crucial for the correct functioning of Euro Zone economies, are still hard hit by the current crisis. Recent economical data and the outcome of the last surveys seem to show some evidence of economic stabilization. The international financial system, however, is still under the influence of the uncertainty which affects the solidity of financial and banking entities and their capacity to resist new negative disturbances of the economic activity. For that reason, the implementation of reforms in the international financial architecture and of the regulatory and supervisory frameworks is vital to strengthen the foundations of the global financial system and to avoid similar incidents to happen again.

Key words: financial crisis, Eurosystem, European Central Bank, financial reforms.

JEL classification: E58, E65, G21.

LA DINÁMICA DE LAS TENSIONES FINANCIERAS: CAUSAS Y CONSECUENCIAS

José Manuel GONZÁLEZ-PÁRAMO

Banco Central Europeo

I. INTRODUCCIÓN

TRANSCURRIDOS ya dos años desde el comienzo de las turbulencias, y pese a cierta mejoría registrada desde la primavera de 2009, el sistema financiero internacional sigue atravesando un período de corrección. Los mercados financieros de todo el mundo siguen acusando los efectos de la incertidumbre sobre la solidez de las entidades financieras y bancarias, y sobre su capacidad de resistencia ante nuevas perturbaciones negativas en la actividad económica.

Un motivo de especial preocupación para el Banco Central Europeo (BCE), y para otros bancos centrales, ha sido la persistencia de tensiones en los mercados monetarios, en los que la liquidez ha estado sometida a fuertes desajustes. Los diferenciales de tipos de interés a plazos de unos pocos meses continúan en niveles que, aunque muy inferiores a los registrados tras la quiebra de Lehman Brothers, siguen siendo históricamente elevados.

La naturaleza de la crisis ha evolucionado sustancialmente desde su inicio en el verano de 2007. Durante el primer año se manifestó como un episodio prolongado de fuertes turbulencias financieras que afectó a ciertos segmentos del mercado crediticio y a los mercados monetarios, y se tradujo en fuertes minusvalías en las tenencias de productos estructurados complejos mantenidas

por un número relativamente pequeño de entidades estadounidenses y europeas.

De forma progresiva, y especialmente acelerada desde mediados de septiembre de 2008, las turbulencias financieras han degenerado en una crisis mundial. En un contexto de sistemas financieros internacionales muy integrados y de creciente globalización de las economías, las primeras perturbaciones sufridas por un sector relativamente pequeño del mercado financiero estadounidense —el mercado de las llamadas «hipotecas basura»— acabaron transmitiéndose a diversos mercados financieros y a la actividad real de economías tanto avanzadas como emergentes. El desplome de la actividad económica en todo el mundo vino acompañado de un colapso del comercio internacional —uno de los pilares de la reciente ola de globalización—, empeorando con ello aún más las perspectivas para la economía global, que sólo desde mediados de 2009 ha empezado a mostrar signos de estabilización.

Un elemento clave de la crisis actual es la interacción de refuerzo mutuo entre, por una parte, el proceso de desapalancamiento y saneamiento de los balances de las entidades de crédito y, por otra, el empeoramiento de las condiciones económicas y del mercado de trabajo. De hecho, desde la intensificación y generalización de la crisis en el otoño de 2008, los efectos de las turbulen-

cias financieras sobre la actividad real se agudizaron sustancialmente hasta el primer trimestre de 2009. Ello dio lugar a un marcado deterioro de las perspectivas de crecimiento y a una disminución de las presiones inflacionistas y de los riesgos para la estabilidad de precios. Desde comienzos de la primavera se observan indicios de una cierta estabilización, aunque la incertidumbre que rodea los escenarios macroeconómicos es todavía elevada.

II. CAUSAS DE LA CRISIS ACTUAL

En la génesis de la crisis encontramos una combinación singular de factores que han afectado tanto al entorno «macro» del sistema financiero como al comportamiento «micro» de instituciones y segmentos específicos del mercado. Pero la aparición de riesgos sistémicos de la magnitud observada en los últimos años no puede explicarse sin tener en cuenta, además, las deficiencias en la regulación financiera y la supervisión.

Por lo que se refiere a los *factores macroeconómicos*, a finales de los noventa comienzan a observarse los llamados «desequilibrios globales» (1). En esos años, algunas economías emergentes, principalmente asiáticas, con productividad muy dinámica pero sistemas financieros y de protección social poco desarrollados, comenzaron a acumular un exceso de ahorro y elevados superávits por cuenta corriente. Ello fue, en parte, resultado de la disciplina presupuestaria y de un descenso de la inversión interna en los años posteriores a la crisis asiática.

Al mismo tiempo, en algunas economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos, las tasas de ahorro privado cayeron

fuertemente, al tiempo que el dinamismo de la innovación y la liberalización financieras facilitaban la financiación con deuda de una demanda interna en rápida expansión, lo que se tradujo en déficits crónicos por cuenta corriente.

La persistencia de grandes desequilibrios financieros durante un período prolongado, junto con unas condiciones monetarias y fiscales relativamente laxas en un entorno de baja inflación, fomentaron un incremento significativo del apalancamiento, un aumento considerable del apetito por el riesgo y una desviación creciente de los precios de los activos respecto de sus valores fundamentales. Con perspectiva, parece indiscutible que los desequilibrios internos y externos fueron exacerbados por un déficit de disciplina macroeconómica.

Pasando a examinar los *factores microeconómicos*, la causa principal de la crisis se puede encontrar en la notoria infravaloración del riesgo en un contexto de rápida innovación financiera, lo que facilitó la aparición de productos opacos y «sistemas financieros en la sombra». En el entorno macroeconómico descrito, los tipos de interés y las primas de riesgo descendieron a niveles excepcionalmente bajos en términos históricos, fomentando la «búsqueda de rendimientos» por parte de los inversores.

El sector financiero internacional acomodó la vibrante demanda de activos con mayor rendimiento creando productos de creciente complejidad, y en especial formas muy sofisticadas y poco transparentes de titulización (2), con riesgos muy difíciles de evaluar. En parte debido a esto, no existían mercados secundarios activos para muchos de los nuevos instrumentos, lo que dio lu-

gar a riesgos de valoración y de liquidez considerables, al tiempo que la opacidad de la distribución del riesgo de crédito hizo, y sigue haciendo, difícil conocer y evaluar las exposiciones de las entidades financieras (3).

De esta forma, la titulización, que en principio debería haber favorecido la diversificación y la distribución del riesgo, permitiendo al mismo tiempo economizar capital a las entidades de crédito, pervirtió los incentivos de emisores, intermediarios e inversores, dando lugar a una notable relajación de los criterios de concesión de crédito y a una sorprendente concentración de riesgos en el sector bancario.

El modelo «originar y distribuir» se basó en la titulización para posibilitar a las entidades de crédito vender préstamos, o sacarlos del balance, inmediatamente después de originarlos, permitiéndoles ampliar sus operaciones y economizar capital. Sin embargo, este modelo de negocio también redujo los incentivos de los prestamistas para realizar un análisis prudente y una vigilancia constante de los prestatarios, lo que terminó llevando a una merma en los estándares para la concesión de crédito (Banco Central Europeo, 2008).

La falta de incentivos para analizar a los prestatarios explica que muchos inversores hayan adquirido activos de mala calidad. A esta circunstancia se ha unido el hecho de que los intermediarios que compraron créditos para titularizarlos se centraron en maximizar comisiones y corretajes, más que en proporcionar combinaciones de riesgo y rendimiento adecuadas a los perfiles de los inversores.

Una pregunta clave es por qué los inversores no prestaron mayor atención a los riesgos que asumían.

Sin duda, éstos cayeron en una cierta dejación en su obligación de análisis previo del riesgo y confiaron excesivamente en la valoración de las agencias de calificación, actitud a la que no han sido ajenas las prácticas de algunos reguladores financieros. Con frecuencia, se ha ignorado que la calificación de las agencias ofrece tan sólo una referencia parcial de los riesgos implícitos en los valores. Y a todo ello se añade que estas agencias estaban sujetas a potenciales conflictos de intereses que podrían haber condicionado tanto las propias calificaciones de los productos estructurados como el momento del anuncio de reajustes en la calificación (Banco Central Europeo, 2009a).

En términos más generales, podemos decir que los sistemas de remuneración e incentivos centrados en los beneficios a corto plazo tendieron a enseñorearse del sector financiero animando la toma de un nivel de riesgo excesivo, a menudo en detrimento de la solidez a largo plazo de las instituciones financieras.

Como ya se ha dicho, la explicación de la crisis financiera como una combinación de desequilibrios macroeconómicos y una cierta degeneración del modelo de titulación de activos sería incompleta sin traer a colación las deficiencias de los *marcos de regulación y supervisión*. Una de las lecciones de la crisis es que, en muchos casos, los mecanismos tradicionales de supervisión microprudencial han demostrado ser insuficientes para identificar a tiempo la naturaleza y la magnitud de los riesgos, así como para imponer medidas preventivas y correctoras. De hecho, a pesar de las repetidas y serias advertencias de algunas organizaciones internacionales y de algunos bancos centrales (por ejemplo, Banco Central

Europeo, 2006 y 2007), hechas con años de adelanto al verano de 2007, acerca de la intensificación de los desequilibrios financieros y de la infravaloración del riesgo como posibles causas de la inestabilidad financiera, ni los participantes en el mercado ni buena parte de las autoridades responsables de la vigilancia de las instituciones financieras o de segmentos específicos del mercado adoptaron medidas adecuadas y suficientes.

Dos largos años de profunda crisis han confirmado la necesidad de reforzar el marco de supervisión macroprudencial del sistema financiero y su relación con el marco tradicional de supervisión de entidades, sectores y mercados. El creciente papel de los factores macrofinancieros, la intensidad de las relaciones entre mercados e instituciones, así como el elevado grado de integración financiera internacional, requieren de forma urgente un refuerzo de la normativa de supervisión macroprudencial.

En este contexto, el Informe del Grupo De Larosière (2009) recomendó establecer un nuevo organismo —Consejo Europeo de Riesgo Sistémico— encargado de la supervisión macroprudencial en la UE, con acceso a información macro y microprudencial relevante, bajo los auspicios y con el apoyo logístico, analítico y estadístico del BCE. El Eurosistema ha manifestado su disposición para contribuir, sin perjuicio de sus funciones de banca central y de su independencia, a garantizar que el nuevo organismo pueda llevar a cabo sus cometidos de forma efectiva. Merece la pena recordar que las recomendaciones del Informe del Grupo De Larosière fueron plenamente respaldadas por el Consejo de la UE de marzo como «bases para la acción». Las correspondientes propuestas legislativas se

publicaron a finales de septiembre de 2009.

Otra de las enseñanzas de estos años es que la prevención y gestión efectivas de las crisis requieren una estrecha cooperación y un intercambio de información eficiente: 1) entre las autoridades supervisoras de diversas jurisdicciones, y también 2) entre los bancos centrales, cuyas competencias incluyen la salvaguarda de la estabilidad financiera, y los supervisores. La eficacia de dicha cooperación, necesaria a escala nacional e internacional, depende fundamentalmente del intercambio puntual y efectivo de la información relevante.

Asimismo, supervisores y reguladores han de prestar más atención a los retos derivados del arbitraje regulatorio. De hecho, muchos procesos de innovación financiera y todo un sistema financiero «en la sombra» florecieron, en gran medida, con la finalidad de eludir el cumplimiento de la normativa, en particular la referida a las exigencias de capital. Abordar este problema es urgente en el contexto actual, en el que instituciones financieras complejas y de gran tamaño operan en distintos países con diferentes regímenes nacionales de regulación y supervisión.

En el futuro, en la elaboración de las políticas de regulación será necesario redefinir el ámbito de las actividades financieras atendiendo a criterios más estrictos que los empleados en los últimos años. Tenemos pruebas más que suficientes de que la naturaleza del riesgo sistémico ha dejado de estar relacionada exclusivamente con la falta de liquidez o la insolencia de grandes entidades de crédito. Sin duda, debido a la existencia de vínculos directos e indirectos, también las actividades de

grandes instituciones no bancarias (por ejemplo, fondos de inversión libre y vehículos de inversión estructurada) y de ciertos mercados (por ejemplo, algunos mercados de derivados crediticios), sometidos actualmente a una vigilancia escasa o nula, pueden representar serios riesgos para el sistema.

Además, es imprescindible hacer un esfuerzo para mitigar los efectos procíclicos desestabilizadores que están presentes en el marco regulatorio vigente. Ejemplos que reclaman atención especial son los requerimientos de capital, las normas contables para la valoración de los activos y los regímenes de provisiones. Asimismo, las reglas prudenciales vigentes han permitido una infravaloración de los riesgos bancarios, al no reflejar adecuadamente los riesgos relacionados con los vehículos fuera de balance ni los riesgos de liquidez. Otro factor adicional es el peso posiblemente excesivo que el marco de Basilea asigna a las agencias de calificación crediticia a efectos regulatorios.

III. LAS INTERVENCIONES DE LOS BANCOS CENTRALES Y OTRAS AUTORIDADES PÚBLICAS PARA ESTABILIZAR LAS CONDICIONES FINANCIERAS Y ECONÓMICAS

Las turbulencias de los dos últimos años han llevado a los bancos centrales y a otras autoridades a adoptar medidas para estabilizar los mercados y la economía que no tienen precedentes históricos en cuanto a magnitud, rapidez y frecuencia (4). No podía ser de otra forma, dada la especificidad compleja de la crisis, su profundidad y su carácter global.

Un rasgo fundamental de la respuesta a la crisis, novedoso y enormemente positivo, ha sido el alto grado de coordinación tanto entre las autoridades nacionales, dentro de sus ámbitos de responsabilidad, como en el terreno internacional. La intensificación de la cooperación constituye una señal importante del compromiso pleno de la comunidad internacional y de las autoridades nacionales para mitigar los efectos de la crisis y afrontar sus causas de manera efectiva y duradera.

Otra característica clave de las medidas adoptadas es su naturaleza temporal, bien diferente de la vocación de permanencia de las medidas de reforma del marco regulador y supervisor. La sostenibilidad de la recuperación pasa por aplicar con diligencia «estrategias de salida» adecuadas.

Pueden distinguirse principalmente tres líneas de defensa desplegadas por las autoridades contra la crisis. La primera ha consistido en el aumento de la provisión de liquidez por parte de los bancos centrales; la segunda incluye las múltiples medidas destinadas a garantizar y reforzar la estabilidad financiera, y, de modo coincidente en el tiempo, la tercera ha sido el ajuste de las políticas macroeconómicas de estímulo de la demanda agregada.

1. Primera línea de defensa: medidas de provisión de liquidez

La crisis financiera arrancó como una crisis de liquidez en los mercados internacionales ligada a las necesidades de financiación a corto plazo de posiciones en dólares. El BCE y el Eurosistema dieron prueba cumplida de entender la situación desde el primer momento, y también pudieron acre-

ditar la versatilidad y la eficacia de sus instrumentos de intervención desde el mismo 9 de agosto de 2007. Las medidas de gestión activa de la liquidez en euros vinieron acompañadas por una intensificación de la comunicación con el mercado y por un reforzamiento de la cooperación con otros bancos centrales. Fruto de ésta fue, ya a fines de 2007, el acuerdo de *swap* con la Reserva Federal norteamericana para facilitar dólares a los bancos de la zona euro a través de la ventanilla del Eurosistema.

Los objetivos prioritarios de la gestión de liquidez durante esta primera fase fueron: primero, estabilizar los tipos de interés a corto plazo, alterando las modalidades de actuación pero no el volumen total de liquidez inyectado al sistema, y en segundo lugar, garantizar el buen funcionamiento del mercado monetario también en vencimientos a plazos más largos, facilitando de este modo el acceso a la liquidez a entidades de crédito solventes.

Con perspectiva, es indudable que las actuaciones desplegadas en torno a estos objetivos contribuyeron a restablecer un cierto grado de confianza entre los agentes del mercado y a salvaguardar la estabilidad financiera, al tiempo que preservaban el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Con el transcurso de los meses, las tensiones financieras comenzaron a adoptar formas diferentes y mucho más preocupantes, que se manifestaron con nitidez en el rescate de Bear Stearns por JP Morgan, con apoyo de la Reserva Federal, en marzo de 2008. Este caso ilustra dos enseñanzas de la crisis. Primera, que un período prolongado de iliquidez del mercado puede dañar irreversiblemente

te la capacidad de financiación y, en última instancia, la solvencia de una institución financiera que depende significativamente del modelo bancario de «originar y distribuir». Y segunda, que no sólo las grandes entidades tradicionales de depósito, sino también instituciones que no admiten depósitos, pueden desempeñar un papel sistémico en el mantenimiento de la liquidez en muchos mercados.

En septiembre de 2008 la crisis del mercado financiero entró en una fase crítica tras la quiebra de Lehman Brothers. En respuesta al recrudecimiento de las tensiones y a la elevación del riesgo sistémico, el Eurosistema redobló sus esfuerzos para aliviar las necesidades de financiación en euros y en dólares estadounidenses de las entidades de la zona adop-

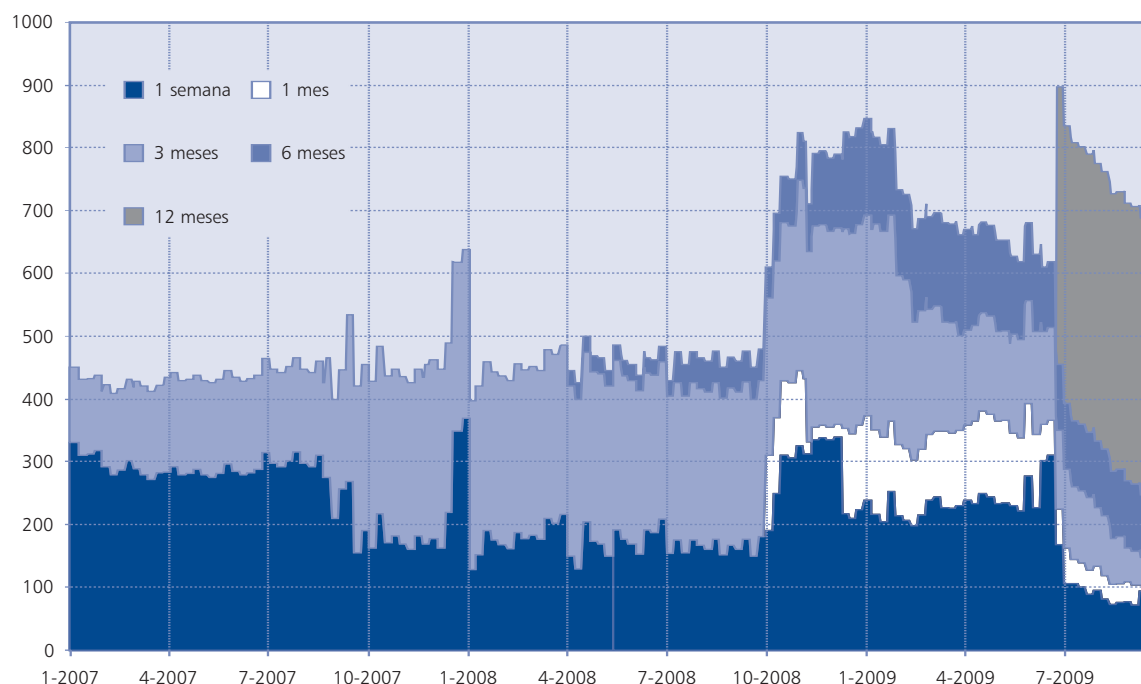
tando medidas no convencionales de gestión de la liquidez (véanse gráficos 1 y 2).

El Eurosistema comenzó ofreciendo un nivel de financiación muy superior al que las entidades de crédito necesitaban para cumplir las exigencias de reservas en tiempos de normales. Su preocupación principal era facilitar la disponibilidad de crédito para familias y empresas, a tipos accesibles, a través de una reducción del riesgo sistémico de liquidez. A este efecto, se decidió introducir subastas a tipo fijo y con adjudicación plena de las peticiones. Como resultado de estas medidas excepcionales, las entidades de la zona del euro pudieron tomar prestada tanta liquidez en euros como desearan, tanto en plazos semanales como en plazos más largos, de tres, seis y, a

partir de junio de 2009, doce meses, contra una lista de activos admitidos como garantía que también se ha ampliado temporalmente. El BCE se ha comprometido a mantener estas medidas mientras sea necesario, y como mínimo hasta después del final de 2009.

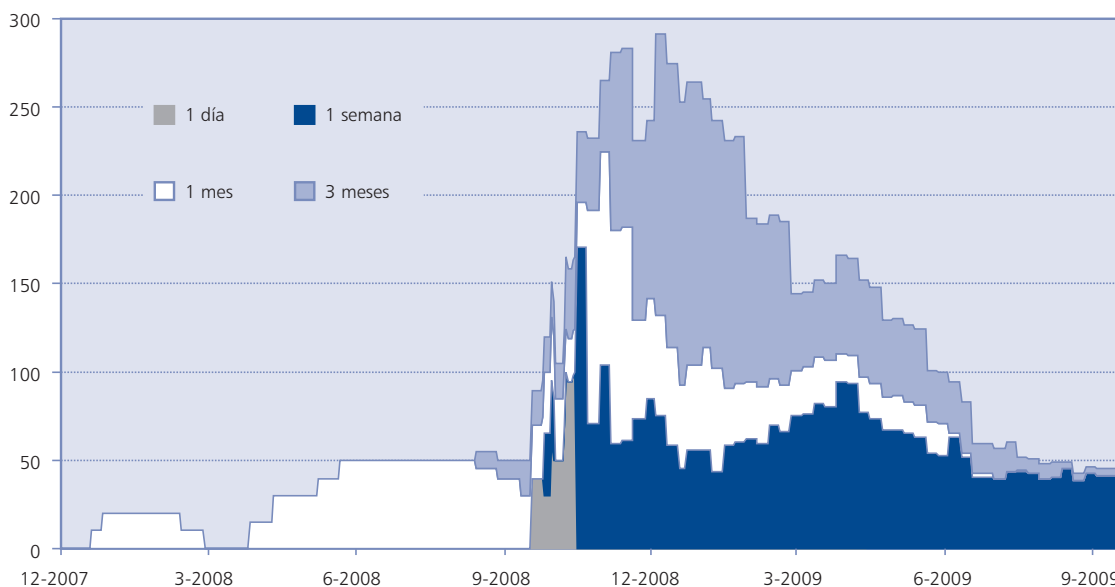
Entre tanto, el BCE ha seguido intensificando su cooperación con otros bancos centrales para facilitar el acceso de las entidades bancarias de la zona euro a liquidez en dólares y también en francos suizos, con operaciones a tipo interés fijo y con adjudicación plena. Paralelamente, el Eurosistema ha establecido acuerdos con los bancos centrales de varios países europeos no miembros del euro para mejorar la provisión de liquidez en euros de sus sectores bancarios.

GRÁFICO 1
OPERACIONES DE FINANCIACIÓN EN EUROS DEL EUROSISTEMA (mm. de euros)



Fuente: Banco Central Europeo.

GRÁFICO 2
OPERACIONES DE FINANCIACIÓN EN DÓLARES DE LOS EE.UU. DEL EUROSISTEMA (mm. de dólares)



Fuente: Banco Central Europeo.

2. Segunda línea de defensa: medidas de estabilización financiera

A partir de octubre de 2008, los gobiernos europeos comienzan a adoptar iniciativas decisivas y coordinadas para estabilizar el sector bancario. Se trataba de garantizar la estabilidad financiera y mitigar el riesgo de una severa contracción del crédito. A este fin, los gobiernos han facilitado un respaldo financiero sustancial mediante rescates, recapitalizaciones y prestación de garantías a las entidades europeas.

Así, a septiembre de 2009, los gobiernos han puesto a disposición de las entidades de crédito de la zona del euro hasta 130 mm. de euros en inyecciones de capital, 1,7 billones en garantías para la emisión de bonos y unos 240 mm. en esquemas de protección de activos. Por distintos motivos, su utilización efectiva es todavía reduci-

da, si bien su volumen total parece adecuado a las potenciales pérdidas derivadas de préstamos fallidos y activos dañados. Debe decirse, al mismo tiempo, que el diseño de estas medidas no debería ser un obstáculo para la necesaria reestructuración en los casos de sobredimensionamiento o de debilidad del modelo de negocio.

Las medidas adoptadas deben aplicarse de forma que se mantenga una situación de igualdad de condiciones en el mercado financiero único de la UE y se minimice la carga para las finanzas públicas. Estos principios se han incorporado a una serie de recomendaciones efectuadas por el BCE, a petición de la Comisión, en relación, por ejemplo, con la fijación de los precios de la recapitalización y de las garantías de los gobiernos (Petrovic y Tutsch, 2009).

Resulta aún prematuro determinar con precisión la efectividad

de dichas medidas para mejorar la financiación a largo plazo de las entidades de crédito y fomentar el crédito al sector privado. Es difícil disociar los efectos positivos de tales medidas de los efectos negativos sobre la provisión de crédito derivados del proceso de desapalancamiento de las entidades o del debilitamiento de la economía. No obstante, es indiscutible que, a grandes rasgos, estas actuaciones han sido efectivas para estabilizar el sistema bancario, reforzando el balance de las entidades, mejorando las condiciones del mercado mayorista de financiación y fortaleciendo la confianza en el sistema financiero.

3. Tercera línea de defensa: ajuste de las políticas macroeconómicas

Frente a la intensificación de la crisis económica a partir del verano de 2008, y sin necesidad de me-

medidas específicas de las autoridades, los denominados estabilizadores automáticos han contribuido significativamente a la expansión fiscal. Dadas las perspectivas de una grave recesión, los gobiernos de la zona del euro anunciaron en otoño una serie de medidas discrecionales coordinadas de estímulo a la actividad. Según las estimaciones de la Comisión Europea, el impulso presupuestario representará cerca de un 5 por 100 del PIB acumulado para 2009 y 2010. Se trata de una cifra muy elevada, también en comparación con otras grandes regiones económicas.

La magnitud del estímulo presupuestario como palanca para la recuperación económica está, ciertamente, justificada. Pero esa misma

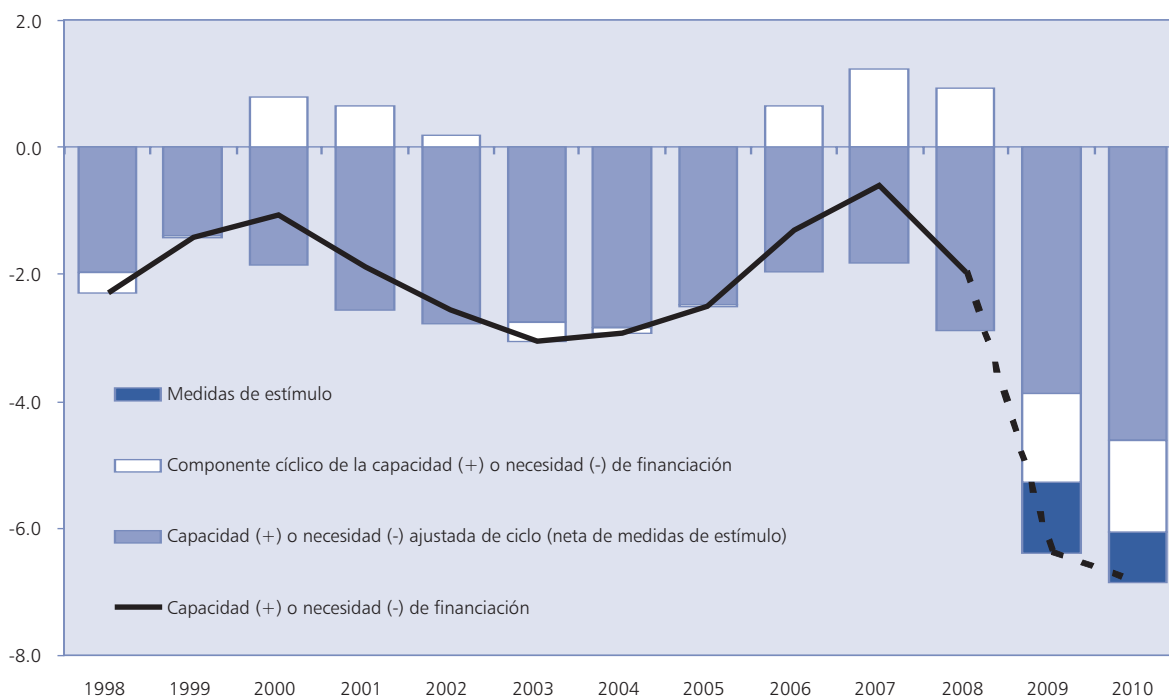
dimensión hace especialmente importante, primero, acertar en el diseño de las medidas, teniendo en cuenta la situación presupuestaria de cada país, a fin de garantizar que el dinero de los contribuyentes se gaste de manera adecuada y eficiente, y segundo, que los programas se entiendan y se diseñen como temporales.

Según las previsiones de otoño de la Comisión Europea, el déficit público de la zona del euro se situará en el 6,4 por 100 en 2009 y en el 6,9 por 100 en 2010, elevando la deuda pública hasta cerca del 84 por 100 del PIB (gráfico 3). Asimismo, en 2010 el déficit superará el valor de referencia del 3 por 100 del PIB en todos los países de la zona del euro. En momentos de

dificultad como el actual, los gobiernos deben asumir compromisos creíbles y coherentes con un pronto retorno a posiciones fiscales saneadas, en línea con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los paquetes de estímulo deben incluir, por tanto, una estrategia de salida creíble a fin de preservar la integridad del marco presupuestario de la UE y la confianza de los ciudadanos en la solidez de las finanzas públicas. De no ser así, el apoyo a la actividad económica a corto plazo puede verse contrarrestado por los efectos negativos a largo plazo asociados al aumento de las primas de riesgo y de los tipos de interés a largo plazo.

En el ámbito monetario, cabe recordar que desde el principio de

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS PÚBLICAS DE LA ZONA EURO (PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: Comisión Europea.

la fase actual de la crisis el BCE ha ajustado significativamente su política monetaria en respuesta a la disminución de los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro.

El 8 de octubre de 2008 el BCE anunció una reducción de 50 puntos básicos (hasta el 3,75 por 100) de su tipo de interés de referencia, en una acción coordinada con otros bancos centrales, incluida la Reserva Federal. Desde entonces, el BCE ha reducido los tipos en 325 puntos básicos, en un contexto de descenso de las presiones inflacionistas en los horizontes temporales relevantes para la política monetaria, como reflejo del recrudecimiento de la crisis financiera y del deterioro de las perspectivas económicas.

El 7 de mayo de 2009, el Eurosistema anunció un paquete adicional de medidas extraordinarias dirigidas a asegurar el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria, en el marco de su política de apoyo reforzado al crédito. Abundando en la línea de las medidas adoptadas desde octubre de 2008, y en reconocimiento del papel fundamental desempeñado por el sistema bancario en la financiación de familias y empresas, el BCE decidió ampliar a doce meses el plazo de vencimiento de sus operaciones de financiación de inyección de liquidez, efectuadas mediante subasta a tipo fijo con adjudicación plena. En las dos primeras operaciones, llevadas a cabo en junio y septiembre de 2009, se adjudicó al sistema bancario de la zona del euro un importe de 442 mm. y 76 mm. de euros, respectivamente, a un tipo de interés del 1 por 100.

El Banco también decidió, en principio, que el Eurosistema adquiriría instrumentos de renta fi-

ja como las «cédulas», siempre que estén denominados en euros y se emitan en la zona del euro, hasta unos 60 mm. de euros en total, lo que viene a representar un 5 por 100 de los bonos admisibles en el mercado. A mediados de noviembre de 2009, el Eurosistema había realizado compras de cédulas por un importe de 23,7 mm. de euros. El efecto de este programa de compras está siendo muy positivo: ha estimulado nuevas emisiones de bonos garantizados y ha resultado en una reducción significativa de los diferenciales de rendimiento.

Este paquete de medidas tiene por objeto apoyar el descenso de los tipos de interés a plazo del mercado monetario, animar a las entidades de crédito a mantener e incrementar sus préstamos a clientes, contribuir a mejorar la liquidez en importantes segmentos del mercado de renta fija privada, y suavizar las condiciones de financiación para las entidades de crédito y las empresas. Tras casi medio año, sus resultados son, sin duda, positivos.

IV. LAS LECCIONES DE LA CRISIS

Más de dos años después del comienzo de la crisis, podemos extraer algunas lecciones en relación con la eficacia de las medidas adoptadas para garantizar y restablecer la estabilidad y la solidez de nuestros sistemas financieros y económico.

Hay que comenzar reconociendo que, en general, la combinación de un estímulo macroeconómico significativo, la provisión ilimitada de liquidez del banco central y una amplia gama de medidas gubernamentales dirigidas a reforzar el balance de las entidades de crédito está contribuyen-

do ya, de forma efectiva, a la recuperación de la economía y de la confianza, y a la suavización de las tensiones del sistema financiero. Este apoyo seguirá notándose durante los próximos trimestres incluso en mayor medida.

No obstante, a más largo plazo, estas medidas sólo podrán demostrar su utilidad para sentar las bases de un crecimiento y una prosperidad sostenidos si se aplican de forma consistente con los objetivos a largo plazo de estabilidad de precios, de estabilidad financiera y de sostenibilidad presupuestaria; esto es, si se entiende que las medidas adoptadas son necesariamente temporales. Por eso, su éxito a medio y largo plazo dependerá tanto de su contenido como, especialmente, de la definición y comunicación de una estrategia apropiada de salida de la crisis.

Asimismo, es posible identificar algunos elementos generales que se han demostrado de valor inestimable durante la crisis para garantizar la estabilidad de la zona euro. Cabe subrayar tres de ellos:

1) Primero, una moneda única sólida, basada en una política monetaria orientada de modo creíble a garantizar la estabilidad de precios a medio plazo, representa un activo en tiempos de incertidumbre y crisis financiera. La credibilidad del euro ha permitido al BCE reaccionar firmemente, ajustando los tipos de interés oficiales con prontitud y eficacia cuando, como ocurrió a comienzos del otoño de 2008, la crisis financiera comenzó a trasladarse a la economía real.

2) Otro de los principales activos europeos es el marco de política macroeconómica orientado al medio plazo, un marco que mi-

nimiza el riesgo de que reaparezcan desequilibrios como los que encontramos en el inicio de la crisis. En la zona del euro, el firme compromiso del BCE con la estabilidad de precios a medio plazo y la rigurosa aplicación del Pacto de Estabilidad para afianzar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas han contribuido durante la pasada década a contener la intensidad de los desequilibrios macroeconómicos y a fomentar la creación de empleo.

3) El tercer activo es el compromiso europeo con la apertura externa y la competitividad, con el equilibrio y el dinamismo de las estructuras empresariales, y con la necesidad de fomentar la preparación y cualificación de la población activa. Últimamente ha habido cierta tendencia a hablar de la apertura de las economías de la zona euro como causa de posibles dificultades, más que como una fuente de oportunidades. Sin embargo, cabe recordar que la apertura exterior dinamiza las estructuras económicas, fomenta la reforma y da a Europa un gran peso en la dirección de la economía global.

En otro orden de cosas, como ilustran las iniciativas del Eurogrupo, el ECOFIN, el Consejo de Estabilidad Financiera o las recientes cumbres del G 20, la respuesta a la naturaleza global y compleja de la crisis actual se ha traducido en un incremento sin precedentes del grado de coordinación internacional de las políticas económicas y financieras, tanto entre los países europeos como a escala mundial. La crisis ha demostrado que una mayor colaboración entre las autoridades, en ámbitos como gestión de liquidez, política monetaria, política fiscal y regulación financiera, es crucial para garantizar la coherencia de los objetivos y para optimizar la eficacia de las medidas.

Asimismo, la crisis ha puesto de manifiesto que algunos elementos de la estructura y las instituciones de nuestras economías han demostrado ser perjudiciales y deben reformarse a fondo. ¿Cuáles son estos pasivos?:

a) En primer lugar, la crisis ha demostrado que la estabilidad y la capacidad de resistencia de los sistemas financieros pueden verse gravemente afectadas si los reguladores y los supervisores carecen de los instrumentos para vigilar o abordar adecuadamente los fallos de funcionamiento del mercado derivados de la falta de transparencia, los incentivos corruptores en las remuneraciones y el control de riesgos y la orientación procíclica de algunas normas prudenciales y contables. Los compromisos del G 20 en estos ámbitos deben aplicarse sin dilación.

b) En segundo lugar, la crisis ha evidenciado que, en un entorno caracterizado por la rápida innovación financiera y por mercados financieros internacionales altamente integrados y poblados por instituciones grandes, complejas y con presencia en distintos países, el principio de regulación y supervisión nacional está abocado al fracaso. Los pilares de un sistema financiero internacional viable y sostenible sólo pueden asentarse en marcos de regulación y supervisión nacionales, pero internacionalmente coordinados y en los que la supervisión macroprudencial debe recibir una atención adecuada.

c) Asimismo, la crisis ha mostrado que el crecimiento de un sistema financiero «en la sombra», diseñado para aprovechar las oportunidades de arbitraje regulatorio y obtener beneficios a corto plazo, no es coherente con el objetivo de garantizar la estabilidad fi-

nanciera a largo plazo. El perímetro regulatorio debe abarcar a toda entidad, bancaria o no, sistémicamente relevante, así como a todos los productos y mercados de importancia sistémica.

d) Por último, la crisis ha confirmado que, a fin de aumentar la flexibilidad y la resistencia de la economía de la zona del euro, es importante seguir avanzando en las reformas estructurales de los mercados de bienes, servicios y trabajo. Las reformas de los mercados de bienes y servicios deben fomentar la competencia y acelerar una reestructuración efectiva, y las de los mercados de trabajo deben tener tres objetivos: mejorar el proceso de fijación de salarios, potenciar la empleabilidad de la mano de obra y facilitar la movilidad laboral (geográfica y sectorial), que es esencial en momentos de ajuste. La situación actual debe servir de catalizador para la aplicación de la estrategia de Lisboa y para completar el mercado interior, por ejemplo, en el sector de los servicios.

V. CONCLUSIONES

La actual crisis sigue afectando a mercados financieros —el crédito, en particular— que son clave para el funcionamiento adecuado de las economías de la zona euro. Aunque durante la primera fase se limitó al ámbito financiero, desde el otoño de 2008 tomó fuerza una espiral negativa de realimentación entre el sistema financiero y la economía real que se tradujo en un severo empeoramiento de las perspectivas para la actividad económica y para el empleo de la zona del euro.

Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes parecen mostrar algunos indicios de estabilización.

Sin embargo, la economía mundial, incluida la de la zona del euro, continúa atravesando un período de incertidumbre elevada. Se prevé que algunas economías registrarán en 2009 la contracción más acusada desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Aunque se espera que la recuperación comience durante el curso de 2010, ésta será probablemente gradual y moderada.

No obstante, si bien no cabe determinar con precisión el «cuándo», sí se pueden identificar las premisas para la estabilización y la recuperación sostenida de nuestras economías. Éstas son las siguientes: 1) un diagnóstico claro de la crisis y de sus causas; 2) la adopción de políticas adecuadas de estabilización; 3) un acuerdo sobre los principios de actuación entre todas las autoridades nacionales e internacionales interesadas, y 4) una aplicación pronta e íntegra de las medidas requeridas, incluido el diseño de estrategias de salida.

Se puede afirmar que las autoridades públicas han llegado a un consenso sobre las causas de la crisis y la forma de afrontarlas, y también se ha avanzado sustancialmente en el diseño de una respuesta concertada. Con todo, cabría progresar con más rapidez en la apli-

cación de reformas en la arquitectura financiera internacional y los marcos reguladores, a fin de evitar la repetición de episodios similares. De manera particular, es primordial redoblar los esfuerzos para aplicar con urgencia las reformas regulatorias y supervisoras que son tan necesarias para reforzar los fundamentos del sistema financiero mundial, y sin cuya pronta aplicación la confianza no retornará.

NOTAS

(1) La expresión «desequilibrios globales» hace referencia a los mercados desequilibrados existentes en y entre distintos países sistemáticamente importantes, insostenibles desde una perspectiva a medio y largo plazo.

(2) El proceso de titulación consiste en la transformación de activos tradicionalmente ilíquidos, como los préstamos hipotecarios, en valores negociables.

(3) Véase BRUNNERMEIER (2009) y ASHCRAFT y SCHUERMAN (2008) para un análisis de los factores microeconómicos que han favorecido la transmisión y ampliación de las tensiones financieras durante la crisis.

(4) Véase COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (2008), BANCO CENTRAL EUROPEO (2009b), CECCHETTI (2009) y GONZÁLEZ-PÁRAMO (2009) para un análisis de las intervenciones de los bancos centrales y otras autoridades públicas durante la crisis financiera.

BIBLIOGRAFÍA

ASHCRAFT, A., y T. SCHUERMAN (2008), «Understanding the securitization of subprime mortgage credit», *Foundations and Trends in Finance*, 2(3): 191-309.

BANCO CENTRAL EUROPEO (2006), *Informe de Estabilidad Financiera*, diciembre.

— (2007), *Informe de Estabilidad Financiera*, junio.

— (2008), *The Incentive Structure of the «Originate and Distribute» Model*, Informe del Banco Central Europeo en colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria del SEBC, diciembre.

— (2009a), «Credit rating agencies: developments and policy issues», *Boletín Mensual*, mayo.

— (2009b), «The implementation of monetary policy since August 2007», *Boletín Mensual*, julio.

BRUNNERMEIER, M. (2009), «Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–2008», *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 77–100.

CECCHETTI, S. (2009), «Crisis and responses: The Federal Reserve in the early stages of the financial crisis», *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 51-75.

COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (CGFS) (2008), «Central bank operations in response to the financial turmoil», *CGFS Publications*, no. 31.

GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. (2009), «Financial market failures and public policies: A central banker's perspective on the global financial crisis», *Hacienda Pública Española. Revista de Economía Pública*, pendiente de publicación.

Grupo De Larosière (2009), «Informe del grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE presidido por Jacques de Larosière», febrero.

PETROVIC, A., y R. TUTSCH (2009), «National rescue measures in response to the current financial crisis», *ECB Legal Working Paper*, número 8.

Resumen

Las propuestas para la reforma de la arquitectura financiera internacional ante la crisis han sido variadas y, en muchos casos, enfrentadas. En este artículo, se analizan y sistematizan los principales retos y propuestas recientes para la reforma de la regulación financiera internacional, con algunas lecciones para el caso español derivadas de la evidencia empírica. En la perspectiva internacional, el mayor consenso parece residir en que la vía más adecuada para evitar que el riesgo sistémico escape del perímetro de la regulación y genere sistemas periféricos es la coordinación a escala nacional y la detección temprana de prácticas de riesgo excesivo, que en la UE se ha traducido en una combinación de prácticas microprudenciales y macroprudenciales, materializadas en el llamado *Informe Larosière*. En la perspectiva nacional, se ofrece evidencia empírica que sugiere la existencia de una relación entre un crecimiento excesivo del crédito en el pasado y los problemas actuales de deterioro de activos.

Palabras clave: crisis, regulación, bancos, deterioro de activos.

Abstract

There has been a number of heterogeneous and, in some cases, confronting views on how to undertake the reform of the international financial architecture. In this article, the main regulatory proposal are discussed and reassessed, including some specific lessons for the Spanish case from recent empirical evidence. In the international perspective, our analysis suggests that the main consensus on how to control systemic risk and shadow banking systems is a large-scale international coordination and the use of prompt corrective actions. The combination of both microprudential and macroprudential approaches in the so-called Larosière scheme in the EU is the most significant example up to date of how to combine both approaches. As for Spain, we offer empirical evidence suggesting that excessive lending by banks in the years prior to the crisis may have resulted in current loan defaults.

Key words: crisis, regulation, banks, assets deterioration

JEL classification: G20, G21, G28.

CRISIS Y REGULACIÓN FINANCIERA: LECCIONES DE LA EVIDENCIA EMPÍRICA Y MECANISMOS DE ACCIÓN

Santiago CARBÓ VALVERDE

Universidad de Granada y FUNCAS

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que comenzó en agosto de 2007 es, por su globalidad e impacto cuantitativo, la más importante desde la Gran Depresión de la década de 1930. Una vez transcurridos más de dos años desde su inicio, la crisis ha evolucionado como un fenómeno dinámico, respondiendo a causas y procesos múltiples que se retroalimentan y que se han manifestado con diferente intensidad en un gran número de economías de todo el mundo. Sin embargo, ninguno de sus factores determinantes —información asimétrica en los mercados financieros, sobreendeudamiento, prácticas con excesivo riesgo (o, incluso, fraudulentas) que escapan al control regulatorio, burbujas especulativas en el mercado inmobiliario o agotamiento del ciclo de demanda, entre otras— son fenómenos nuevos. Todos ellos se han observado ya como causas de crisis pasadas. El único elemento distintivo de la crisis actual es, precisamente, la simultaneidad con que se han manifestado algunos de estos fenómenos.

En todo caso, cabe preguntarse qué hemos aprendido de la experiencia histórica, e incluso en qué medida esta crisis proporcionará también lecciones y transformaciones en la regulación, en la supervisión y en las propias prácticas bancarias que permitan prevenir nuevos episodios de inestabilidad financiera. Éste es el terreno en el que se desenvuelve la preten-

didada reforma de la arquitectura financiera mundial. Durante 2008 y, sobre todo, 2009, se han sucedido multitud de propuestas y acciones para tratar de identificar nuevos mecanismos de regulación y supervisión que permitan prevenir y mantener bajo control el riesgo sistémico como principal fuente de inestabilidad financiera. En este artículo se trata de identificar los principales pilares en los que se asienta el nuevo diseño de la regulación financiera internacional y las dificultades que se presentan para su consecución. Tanto en la perspectiva internacional como para el caso español, se estudia la importancia de acometer, en el corto plazo, una gestión adecuada de las considerables pérdidas por deterioro de activos. En particular, se ofrece evidencia empírica para España que trata de mostrar la incidencia actual y potencial de la morosidad y cómo han incidido sobre ésta el crecimiento del crédito en los últimos años y las provisiones para riesgos que han dotado las entidades a tal efecto. De estas relaciones y de las medidas recientes puestas en marcha para la reestructuración del sector, se obtienen algunas lecciones sobre la incidencia de la crisis en el sector bancario español y su repercusión. El artículo se estructura en cuatro apartados tras esta introducción. En el apartado II se describe la crisis financiera como un mecanismo de red, por su globalidad, su velocidad de transmisión y la interconexión que guardan sus propias causas, al tiempo que se identifican las principales premi-

sas para afrontar una reforma financiera de suficiente calado. El apartado III ofrece un estudio de la respuesta internacional, en el que se analizan las diferentes alternativas para tratar de alcanzar la coordinación en la regulación y supervisión financiera internacional. La evidencia empírica sobre las causas y consecuencias del deterioro de activos en el sector bancario español y las acciones emprendidas a paliar sus efectos se analizan en el apartado IV. Finalmente, el apartado V recoge las principales conclusiones.

II. REGULACIÓN Y CRISIS FINANCIERA: UNA CONJUNCIÓN NUEVA DE PROBLEMAS RECURRENTES

1. Una crisis de redes

Ante el impacto y la globalidad de la crisis financiera, y la multitud de causas que la han generado, pudiera parecer que esta situación es la consecuencia de nuevos factores de riesgo sistémico no identificados previamente. Sin embargo, si se analizan las causas de la crisis y se sitúan en una perspectiva histórica, no parece que se trate de un fenómeno tan «novedoso». Las prácticas especulativas (e incluso fraudulentas) en los mercados financieros internacionales, las burbujas inmobiliarias, el agotamiento de los ciclos de demanda, las consecuencias de la escasez de ahorro o el sobreendeudamiento, entre otros factores, han sido ya identificados como causas fundamentales de otras crisis financieras históricamente. Lo que sí parece un rasgo distintivo de esta crisis es la coincidencia temporal de muchos de estos factores. Como señalan Reinhart y Rogoff (2009), las crisis financieras que se han experimentado desde la Gran Depresión se caracterizan por estar particular-

mente ligadas a alguna causa específica, así como por su persistencia y dificultad de resolución. Aunque se identifiquen las causas, las crisis son eventos, mientras que las reformas son procesos y requieren esfuerzos continuados y coordinados en el tiempo. Es en este punto donde surge el papel de la intervención regulatoria que, siguiendo la experiencia histórica, sigue tres fases en términos generales: *a)* evaluación de los daños y control de la situación; *b)* mecanismos de corrección mediante políticas fiscales y monetarias, y *c)* nueva regulación para tratar de cambiar los sistemas de incentivos y prevenir episodios de inestabilidad financiera de similar naturaleza.

En este sentido, la crisis financiera que se desencadenó en agosto de 2007 podría denominarse una «crisis de redes» por tres motivos. En primer lugar, es global en cuanto a su incidencia. En segundo lugar, se caracteriza por su velocidad de transmisión. En tercer lugar, porque sus causas (burbujas especulativas, comportamiento cíclico, endeudamiento, innovaciones que escapan a la regulación, ...) se encuentran también interrelacionadas. Por un lado, podría hablarse de grandes núcleos de concentración, en los que las 25 mayores corporaciones financieras mundiales contabilizan la mitad del negocio bancario mundial (Sheng, 2009). Por otro lado, la actividad de estos grandes conglomerados y las necesidades de financiación y liquidez (en un entorno de elevado endeudamiento) generaron una dependencia respecto al ahorro externo de entidades de ámbito nacional que, a su vez, forman redes locales. En este sentido, gran parte de la incertidumbre se ha transmitido de los núcleos centrales a las redes locales, fundamentalmente mediante los productos derivados

y la titulización. Este fenómeno ha extendido la concepción de las grandes entidades financieras como «demasiado interconectadas» para quebrar (Brunnermeier, 2009). Un buen ejemplo de estas características fue la caída de Lehman Brothers y sus graves consecuencias en el otoño de 2008.

2. La inestabilidad inherente y la necesidad de un objetivo práctico de estabilidad financiera: directrices

Cuando el nivel de interconexión de los mercados e instituciones es elevado y las prácticas de riesgo se generalizan, la inestabilidad financiera puede tener consecuencias imprevisibles. Es más, los mercados se han globalizado, mientras que gran parte de las competencias regulatorias y supervisoras han permanecido a escala nacional. Esta asimetría de competencias puede resultar aún más perjudicial si, como señalaba Minsky (1993), la inestabilidad es consustancial a los sistemas financieros a medida que el mercado gana peso en relación con las instituciones. En particular, la llamada «hipótesis de inestabilidad inherente» de Minsky puede resumir en gran medida algunos de los mecanismos que han desencadenado una crisis financiera como la actual, a través de tres fases diferenciadas:

— En una fase inicial, el crédito aumenta a una tasa coherente con las garantías colaterales aportadas por empresas y particulares, de modo que la cobertura (*hedging*) del riesgo puede considerarse adecuada.

— En una segunda fase, el crédito comienza a exacerbarse, y se generalizan los problemas de liquidez y las prácticas especulativas de

los inversores, a la vez que un número elevado de prestatarios no puede afrontar la carga de la deuda. Estas circunstancias propagan la desconfianza en los mercados financieros y generan tensiones de liquidez. A esta generalización de la incertidumbre es a la que se ha denominado de forma generalizada «momento Minsky».

— En una tercera fase, se generalizan las prácticas especulativas y desembocan en esquemas fraudulentos de todo tipo, como las conocidas inversiones piramidales, o «esquemas Ponzi».

Esta dinámica de endeudamiento y especulación se ha puesto de manifiesto en la crisis financiera actual con la proliferación de mecanismos de ingeniería financiera que, lejos de aportar valor, han propagado el riesgo fuera del control regulatorio. De este modo, la crisis se ha generado, en parte, por la coexistencia de un sistema bancario principal con uno periférico que escapa a la regulación, y al que se ha denominado de forma genérica *shadow banking system*. Esta dualidad ha hecho que muchas instituciones dentro del perímetro de regulación, que principalmente actúan a escala nacional, hayan acometido inversiones cuyo riesgo no era conocido en su completitud (Diamond y Rajan, 2009). En este punto, parece que la respuesta inmediata sería más regulación e intervención. Sin embargo, y aun cuando la regulación se hace estrictamente necesaria, es preciso señalar que las intervenciones presentan también algunos inconvenientes. Entre otros ejemplos, desde que la crisis se hizo palpable en Europa en septiembre de 2008, las intervenciones nacionales han sido en gran medida unilaterales, creando distorsiones potenciales tales como asimetrías territoriales en la disciplina de mercado o, incluso,

competencia desleal (Claessens, 2009). En este sentido, se ha evidenciado que la intervención y la reforma regulatoria deben ser lo más globales y coordinadas posible. ¿Cómo puede preservarse la estabilidad financiera a escala internacional? Varias contribuciones recientes señalan algunas directrices de utilidad para acometer la reforma regulatoria:

a) El perímetro de los acuerdos de regulación y de supervisión debe ser amplio para poder ser eficiente como mecanismo de control del riesgo sistémico y ser compatible entre jurisdicciones e instituciones. Esto significa que las autoridades supervisoras necesitan identificar objetivos de estabilidad financiera y corregir asimetrías en la supervisión para evitar prácticas de arbitraje regulatorio y, sobre todo, la creación de sistemas bancarios periféricos, al margen de la regulación (*shadow banking systems*). Esto requiere una coordinación entre la política monetaria y la supervisión financiera de modo que, como indican Borio y Zhu (2008), el riesgo sistémico no se convierta en el «eslabón perdido» de la política monetaria.

b) Una regulación efectiva del riesgo sistémico es la que logra un equilibrio entre el mantenimiento de incentivos a la innovación y la eficiencia y la seguridad del sistema. Esto implica, especialmente en el caso de Europa, el establecimiento de «sistemas conjuntos de resolución» que permitan unas reglas del juego comunes para las entidades que operan o pueden actuar potencialmente en el mismo mercado (ČIHÁK y Nier, 2009).

c) Otro principio es que la disciplina de mercado y la supervisión deberían complementarse mutuamente. Esto implica que un aumento del papel de los mercados

no conlleve un contagio sistémico, e imponga como una necesidad rescatar a entidades consideradas como «demasiado grandes para caer» (*too big to fail*). En este punto, se ha demostrado que los activos titulizados ofrecieron mecanismos de financiación e inversión que debilitaron la disciplina de mercado y escaparon al control de la supervisión, a la vez que, al proporcionar liquidez, causaron una cierta relajación en las prácticas de evaluación o *screening* del riesgo crediticio (Goodhart y Schoenmaker, 2009; Keys *et al.*, 2010, Obstfeld *et al.*, 2010).

d) En el caso de las entidades consideradas actualmente como «demasiado sistémicas para caer» (*too systemic to fail*), se deben proponer medidas que impliquen correcciones inmediatas (*prompt corrective action*) ante prácticas de riesgo excesivo (Mayes *et al.*, 2008, Rose y Spiegel, 2009). Algunos estudios han demostrado que la proliferación de los sistemas periféricos podría haberse detectado y corregido a tiempo. Así, por ejemplo, Acharya *et al.* (2009) señalan cómo algunos de los principales vehículos de inversión estructurados que propiciaron el estallido de la crisis en agosto de 2007 se empleaban ya de forma generalizada entre cinco y siete años antes. En este aspecto, parecen igualmente precisas unas reglas contables más exhaustivas que permitan evaluar y actualizar el verdadero valor y las verdaderas garantías tras los flujos financieros internacionales (Lane y Milesi-Ferretti, 2007).

Identificar estos objetivos o directrices es, en cualquier caso, más sencillo que instrumentarlos y hacerlos verdaderamente eficaces. En este sentido, el siguiente apartado se ocupa de las principales propuestas que se barajan en la actualidad para afrontar la refor-

ma de la regulación financiera internacional.

III. LA RESPUESTA INTERNACIONAL: BÚSQUEDA DE LA COORDINACIÓN

1. Situación bancaria internacional: la gestión de las pérdidas por deterioro de activos y el incremento de la solvencia

En la crisis financiera se han observado algunas pautas comunes internacionalmente, con mayor o menor incidencia en cada economía:

— Un incremento muy significativo de la deuda privada y una dependencia creciente del ahorro externo (evidente en economías como Estados Unidos y España).

— La canalización y extensión, mediante vehículos estructurados de inversión, de activos titulizados de baja calidad que, de forma genérica, han sido denominados «activos tóxicos».

— Un aumento sustancial de la morosidad, acompañado de una caída del precio de los activos inmobiliarios, con el consiguiente deterioro de gran parte de los activos bancarios y de los títulos a ellos referenciados.

— Una crisis de liquidez y de confianza, seguida de una crisis de solvencia y de planes de rescate y/o reestructuración.

Entre estos factores, la morosidad y el deterioro de activos revisten especial importancia en el contexto actual, porque en ellos se han concentrado los principales riesgos de quiebra de grandes instituciones internacionales y por-

que gran parte de los planes de rescate o de reestructuración en muchos países se han instrumentado para tratar de hacer frente a estas pérdidas. En una primera fase de la crisis, la atención se concentró en los planes de ayuda y rescate para entidades financieras que contaban con una proporción significativa de «activos tóxicos». Sin embargo, progresivamente se ha revelado, asimismo, que tanto los préstamos hipotecarios como las titulaciones que tienen estos préstamos como activo subyacente han registrado también pérdidas considerables.

Un análisis internacional, a partir del *Global Financial Stability Report* (2009), del Fondo Monetario Internacional, revela la magnitud de estos problemas. Las mayores pérdidas se han concentrado en Estados Unidos, donde, como muestra el gráfico 1, el FMI estima que la morosidad de las carteras de crédito ha podido suponer una pérdida de 700.000 millones de dólares, mientras que la corrección en el valor de los instrumentos de deuda referenciados a esos activos se acerca ya a los 400.000 millones de dólares. Especialmente llamativo es el caso de las hipotecas residenciales, cuya morosidad ha supuesto pérdidas de 230.000 millones de euros y caídas en el valor de los títulos hipotecarios aparejados de 189.000 millones de euros.

En Europa, destaca por su relevancia cuantitativa el caso de Reino Unido (gráfico 2), donde la morosidad crediticia ha podido acarrear pérdidas de 500.000 millones de dólares en los balances bancarios y de 100.000 millones de dólares en los bonos y cédulas sobre estos créditos. De consideración particularmente relevante es la exposición del Reino Unido a los préstamos al sector exterior, una categoría que concentra aproximadamente la mitad de la caí-

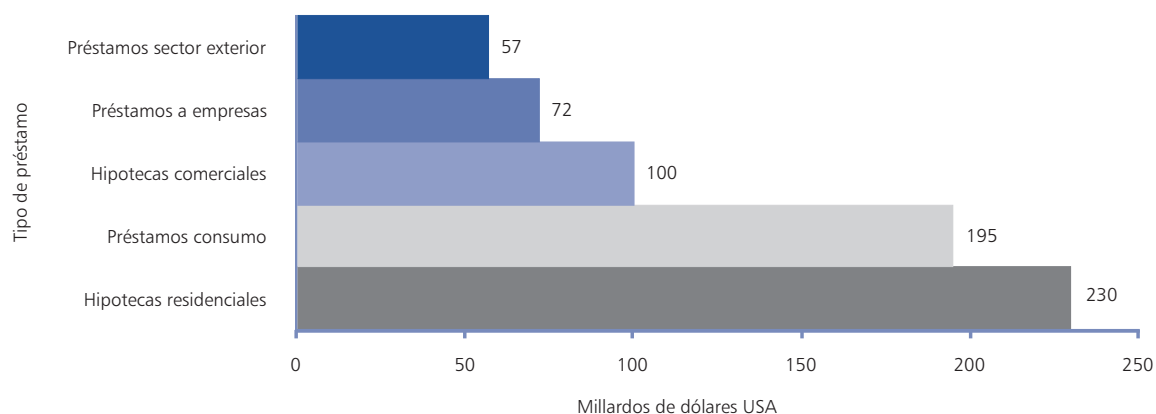
da del valor estimada. En el resto de la Eurozona (gráfico 3), los préstamos morosos han supuesto pérdidas de 500.000 millones de dólares (también concentradas en los créditos a países foráneos), mientras que el valor de los activos titulizados se ha reducido en 300.000 millones de dólares (afectando principalmente a las titulaciones sobre hipotecas residenciales). Según este informe del FMI (IMF, 2009), el aumento de las dotaciones de recursos propios no ha podido evitar un descenso considerable de los ratios de cobertura debido a la magnitud del deterioro de activos, por lo que el saneamiento de estos títulos sigue siendo la principal tarea de cara a 2010 en la mayor parte de los sectores bancarios.

Estas pérdidas dificultan, además, la reactivación de la confianza en los mercados crediticios. Como muestra el gráfico 4, las encuestas sobre préstamos bancarios realizadas por el Banco Central Europeo para analizar las opiniones de los intermediarios financieros reflejan la persistencia de un cierto pesimismo en el sector. El gráfico 4 representa las diferencias entre el porcentaje de respuestas positivas (mejora de las condiciones) y negativas (empeoramiento) respecto a varios aspectos de la realidad bancaria. En este sentido, en 2009 se mantienen expectativas netas negativas respecto a la facilidad de acceso a la financiación de los mercados, la liquidez, los recursos propios y la situación económica.

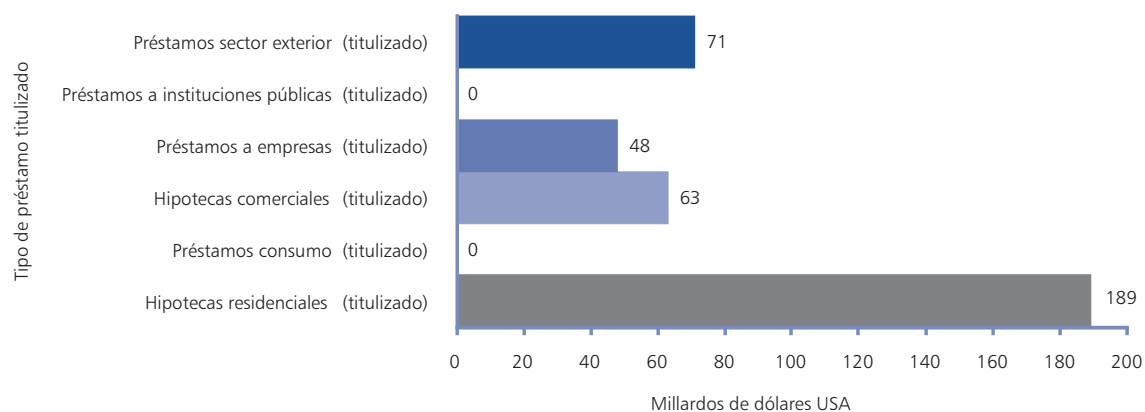
Con la solvencia y la calidad del activo como principal reto a corto plazo, la reforma de la arquitectura financiera internacional mantiene aún abiertos varios frentes de discusión sobre la solvencia y gestión de la calidad de las inversiones como principal tarea de corto plazo. En la reunión del G-20 celebrada en Pittsburgh en septiembre de 2009,

GRÁFICO 1
DETERIORO DE ACTIVOS EN ESTADOS UNIDOS: PRÉSTAMOS Y TITULIZACIÓN DE PRÉSTAMOS (est. 2009)

A) Deterioro de activos



B) Pérdida de valor de activos titulizados



Fuente: European Securitization Forum, FMI, y elaboración propia.

se plantearon algunas propuestas para un incremento significativo de los requerimientos de recursos propios de las entidades financieras, estableciendo niveles-objetivo que, para 2009, podrían incluir exigencias de capital regulatorio que podrían doblar a las actuales (Mussa, 2009). En este contexto, a medida en que estas propuestas se concretan, las entidades bancarias en todo el mundo están prestando especial atención a factores estratégicos como:

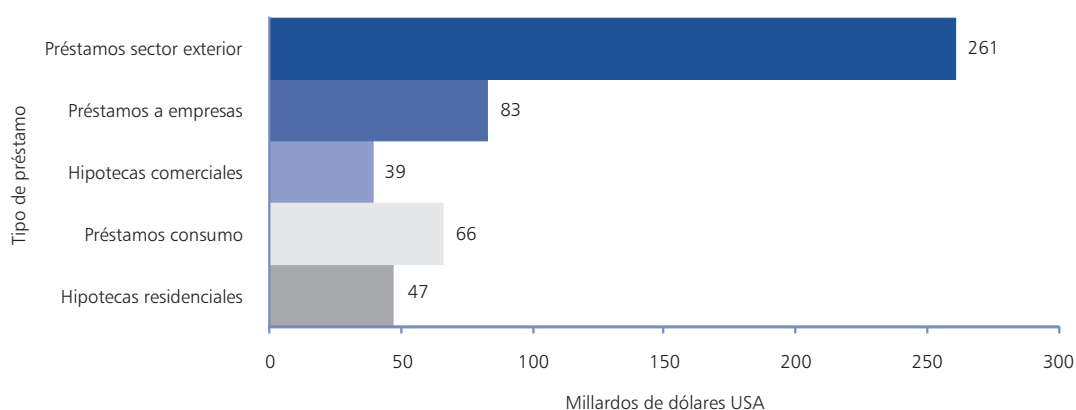
- Control de la morosidad.
- Solvencia: regulación más exigente, colchón para deterioro de activos.
- Capacidad de recuperación del negocio recurrente, el negocio típico de concesión de crédito y captación de depósitos (*back to the basics*)
- Enfoque hacia la recuperación de la calidad de los activos.

2. Problemas de coordinación y respuestas: el perímetro de la regulación

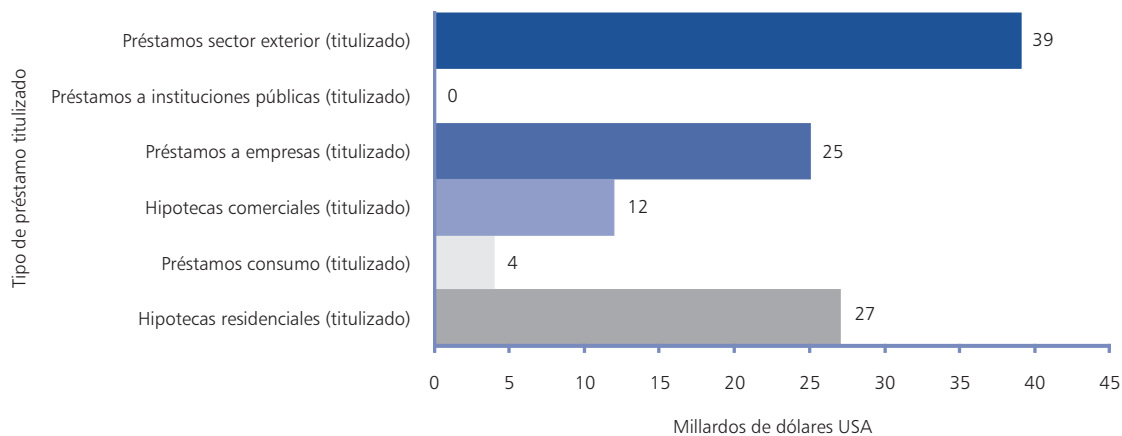
Mientras que la solvencia y el saneamiento de los activos suponen tareas urgentes a corto plazo, el diseño de la nueva regulación financiera internacional requiere delimitar cómo luchar contra la dualidad entre un sector bancario principal y otro periférico (*regulated banking system vs. sha-*

GRÁFICO 2
DETERIORO DE ACTIVOS EN EL REINO UNIDO: PRÉSTAMOS Y TITULIZACIÓN DE PRÉSTAMOS (est. 2009)

A) Deterioro de activos



B) Pérdida de valor de activos titulizados



Fuente: European Securitization Forum, FMI, y elaboración propia.

dow banking system). El riesgo sistémico sólo puede corregirse si el perímetro es único. La disciplina de mercado y la supervisión deben complementarse mediante la coordinación internacional. En este punto, las dificultades surgen al existir una pluralidad de jurisdicciones, reguladores y supervisores que evidencian grandes dificultades de coordinación. En este punto, destacan en primer lugar las propuestas internacionales para lograr una mayor coordinación

global en la regulación y supervisión financiera. Como señala Claessens (2009), estas propuestas pueden englobarse en tres:

1) *Un supervisor financiero internacional único*. Se trata de la propuesta teóricamente más conveniente, pero la más difícil de llevar a la práctica.

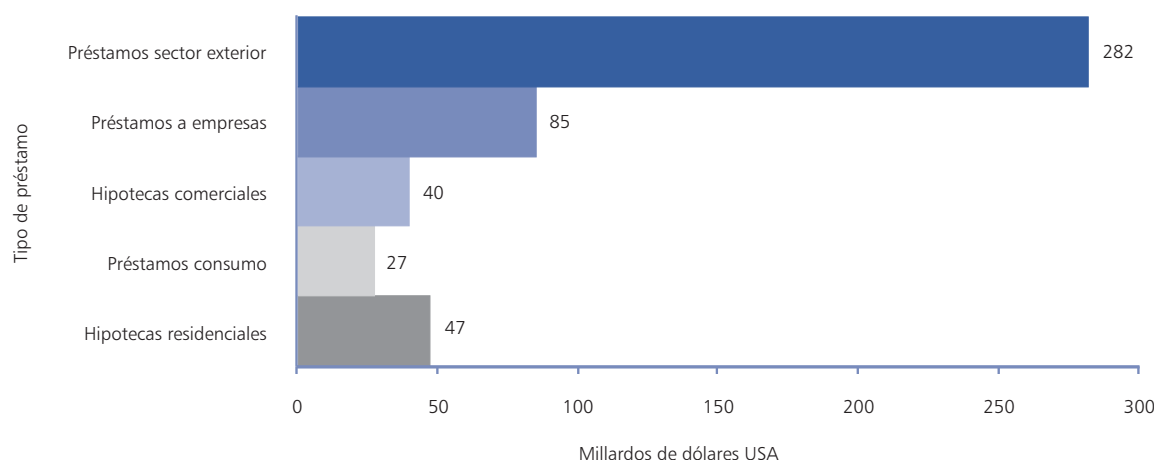
2) *Un órgano colegiado internacional (International Bank Charter o IBC)*. Los grandes bancos

centrales cederían soberanía a este órgano para supervisar a las entidades internacionales «sistémicas». Su rango de actuación se referiría sólo a la actividad internacional. Para algunos supervisores y países podría suponer una «excesiva» pérdida de soberanía, lo que parece también limitar las posibilidades de éxito de esta propuesta.

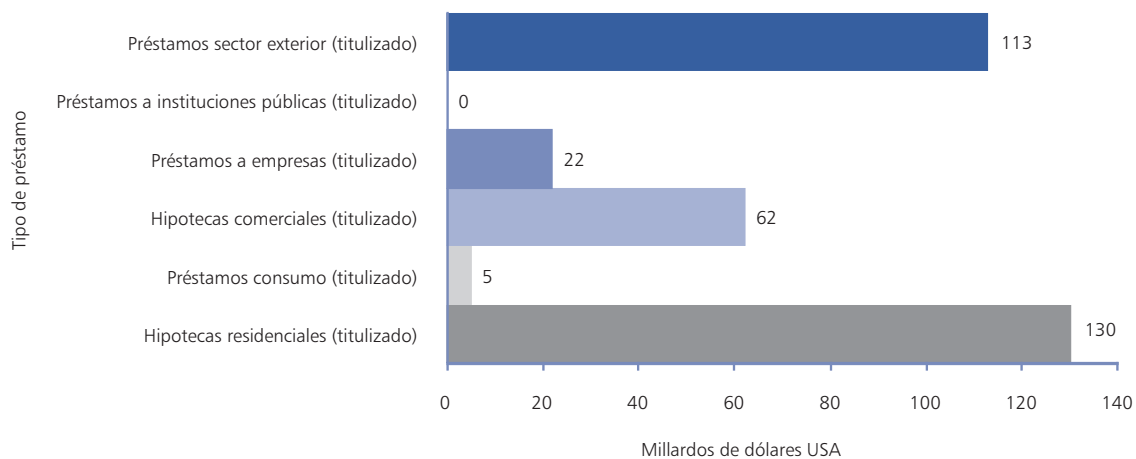
3) *Un sistema descentralizado, pero convergente*. En este caso, se

GRÁFICO 3
DETERIORO DE ACTIVOS EN LA EUROZONA: PRÉSTAMOS Y TITULIZACIÓN DE PRÉSTAMOS (est. 2009)

A) Deterioro de activos



B) Pérdida de valor de activos titulizados



Fuente: European Securitization Forum, FMI, y elaboración propia.

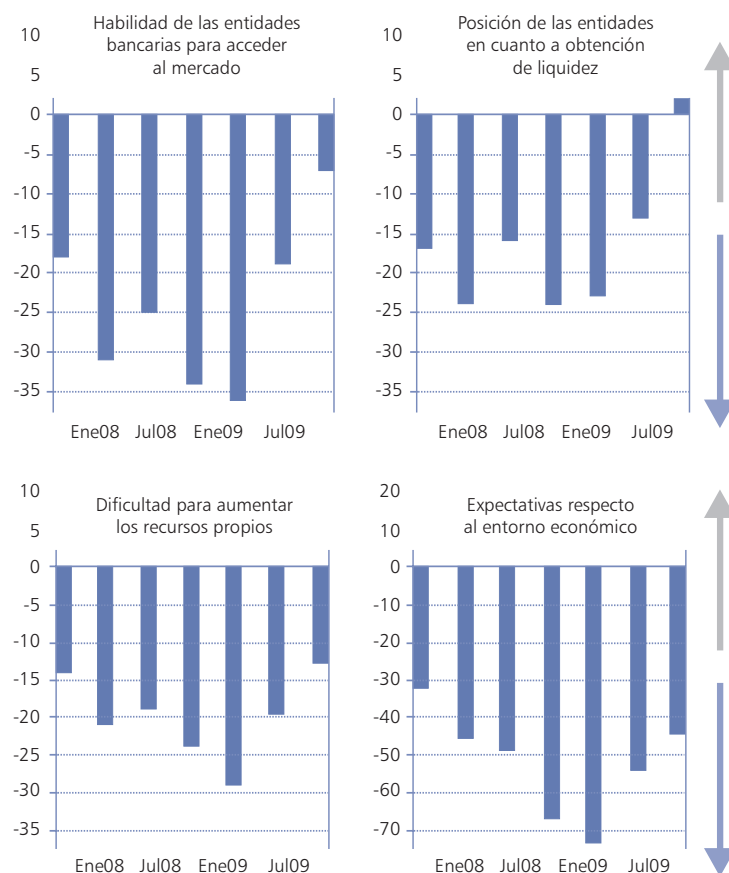
trata de mejorar, en la medida de lo posible, el sistema actual homogeneizando la regulación y las prácticas de supervisión para reducir el problema de coordinación, aunque se mantenga la soberanía nacional en estas materias. La crisis ha mostrado que esta alternativa es difícil de llevar a buen puerto porque las entidades que operan internacionalmente no tienen problema

para actuar de modo transfronterizo en los buenos tiempos, pero en los malos tiempos su resolución y eventual rescate se produce a escala nacional (*banks are international in life, but national in death*).

Dadas las dificultades de las opciones planteadas, la necesidad de coordinación se centra en llegar a acuerdos que permitan resolver los

problemas más fundamentales para prevenir crisis, entre los que destacan, como se mencionó anteriormente, estándares más restrictivos de solvencia. Sin embargo, también proliferan otro tipo de debates sobre los que existen numerosas propuestas; por ejemplo, cómo evitar la prociclicidad inherente al riesgo de la actividad crediticia o las mejoras en gobierno corpora-

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DE LAS OPINIONES DE LOS GESTORES BANCARIOS RESPECTO
A LAS POSIBILIDADES DE FINANCIACIÓN Y EL ENTORNO ECONÓMICO



Fuente: Banco Central Europeo, Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

tivo, incluyendo la remuneración de los directivos.

En el caso de la Unión Europea, pueden destacarse algunos avances recientes hacia una nueva regulación financiera, entre los que destacan las mejoras en el enfoque Lamfalussy, que concentra los procedimientos para el diseño de la regulación y su traslación a los países miembros, y sobre todo los desarrollos del Grupo de Alto Nivel creado a raíz de la crisis para articular una propuesta de reforma financiera y que se han

materializado en el llamado *Informe Larosière*. Los principales avances en ambos frentes se muestran en el diagrama 1. En lo que al enfoque Lamfalussy se refiere, destacan los mecanismos para agilizar y homogeneizar la legislación comunitaria relativa a la solvencia, introduciendo la posibilidad de que los estados miembros puedan ceder voluntariamente potestad regulatoria a los diferentes comités de la UE, o al menos trasladar toda la información relevante de forma ágil y exhaustiva a estos comités.

En cuanto al *Informe Larosière*, su trascendencia en el futuro de la regulación financiera europea es elevada, en cuanto a que supone un cambio de concepción en la supervisión distinguiendo dos niveles complementarios de actuación, con la creación de algunos comités que ya se encuentran funcionando:

a) Una supervisión microprudencial, con la creación de un Sistema Europeo de Supervisión Financiera (ESFS) cuya misión principal es que los distintos comités de supervisión en los que participan los estados miembros puedan tomar decisiones de obligado cumplimiento por todos.

b) Una supervisión macroprudencial, con la creación de una Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRC) que, al margen de las propuestas que resulten del enfoque microprudencial, pueda actuar como un órgano delegado con capacidad propia de acción para adoptar iniciativas que puedan prevenir problemas sistémicos.

3. Coordinación y problemas de valoración: el enfoque *mark-to-market*

Junto con el control del riesgo sistémico, la prevención del deterioro de activos y su correcta asunción requieren de un mecanismo informativo (contable) eficiente. En este sentido, otro de los principales frentes de discusión internacional se concentra en la posibilidad de generalizar el sistema de valoración que prima en los países anglosajones, el denominado *mark-to-market*. Este enfoque exige que, cuando en cualquier transacción se produzca un cambio de valor en el activo objeto de ésta, ese cambio debe aplicarse a todos los activos de la misma naturaleza que se man-

DIAGRAMA 1
LA REVISIÓN DE LA REGULACIÓN FINANCIERA EUROPEA

Mejoras en el enfoque Lamfalussy

Estatutos de los comités supervisores

Sistema de votación por mayoría cualificada en la toma de decisiones.

Rendición de cuentas

Presentación a la Comisión, al Consejo y al Parlamento europeos de los programas anuales de trabajo de los tres comités y del programa conjunto a medio plazo.

Formatos comunes en la legislación comunitaria

Transparencia supervisora del CESB. Desarrollo de tablas de transposición de directivas por parte de la Comisión Europea.

Enmiendas a las directivas de Solvencia

Permitir que las autoridades supervisoras de cada país consideren la dimensión europea en la actividad bancaria.

Apoyo a los comités supervisores

Uso de la delegación voluntaria de tareas y competencias para asegurar la cooperación y el intercambio de información entre supervisores, entre otros.

Informe del Grupo Larosière

Objetivos

Analizar las causas de la crisis y debilidades del sistema actual. Sus recomendaciones sobre temas regulatorios, supervisores y globales afectan el futuro de la estructura de la supervisión financiera europea.

Supervisión microprudencial

Creación de un Sistema Europeo de Supervisión Financiera (ESFS), que transforme comités en autoridades con poder para tomar decisiones de obligado cumplimiento.

Supervisión macroprudencial

Creación de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRC) que refuerce el papel de la supervisión macroprudencial y con capacidad para transformar los riesgos.

Principales conclusiones

Necesidad de reforzar la supervisión macroprudencial y sus vínculos con la supervisión microprudencial, tal como ha puesto de manifiesto la reciente crisis financiera.

Fuente: Elaboración propia.

tengan en balance. Aun cuando este tipo de valoración podría ser de utilidad para reconocer el deterioro de los activos de una entidad bancaria, no está exento de problemas y críticas. Baily y Elliot (2009) sugieren que, por un lado, para muchos analistas esta contabilidad «a precios de mercado» tiene una gran responsabilidad en la crisis, al implicar cambios significativos de valoración de forma demasiado acelerada. No obstante, hay dos problemas que pueden incrementarse con la valoración *mark-to-market*. El primero es que muchos activos son únicos y no son objeto de transacciones regulares en los mercados (no hay un precio de mercado realmente disponible al que va-

lorarlos). El segundo es que los precios de mercado son muy volátiles, y pueden sobrereaccionar al alza cuando se forma una burbuja o sobrereaccionar a la baja cuando la burbuja se deshinch.

IV. LA RESPUESTA EN ESPAÑA: REESTRUCTURACIÓN Y CONSOLIDACIÓN FINANCIERA

1. Crédito y deterioro de activos: evidencia empírica para España

¿Cuál es la situación en España? ¿Qué lecciones pueden ex-

traerse de los datos y la evidencia empírica reciente? En el sector bancario español, al igual que en la mayor parte de los países de nuestro entorno, el deterioro de activos constituye el principal reto, tanto para las entidades financieras como para las autoridades responsables de la estabilidad financiera. En lo que a España se refiere, se ha observado un incremento significativo de la morosidad y una caída de las ratios de cobertura de ésta; ante lo cual muchas entidades financieras canalizarán gran parte de sus resultados al saneamiento de activos y al reforzamiento de los fondos propios durante algún tiempo. El deterioro de activos y la morosi-

dad vienen explicados en España por la crisis financiera y los problemas de liquidez internacional, la excesiva asunción de riesgos en el mercado inmobiliario (fundamentalmente, en el promotor), la caída de la actividad económica y el aumento del desempleo.

En este sentido, España no es una excepción en lo que a las pautas de sobreendeudamiento y deterioro de activos se refiere. Una sencilla aproximación empírica puede ilustrar el impacto que el exceso de crédito ha podido tener sobre la morosidad. En particular, en el gráfico 5 se muestra el resultado de ajustar (mediante una aproximación mínimo-cuadrática no lineal) la relación entre las tasas de crecimiento anual medias

del crédito en 2006 y 2007 y las tasas de morosidad que registran las entidades de depósito españolas a junio de 2009. Para realizar este ejercicio, se tomó una muestra de las 60 entidades de depósito más representativas de España, que, en conjunto, representan más del 96 por 100 de los activos totales del sector bancario. En el gráfico 5 cada burbuja representa a una entidad, y el tamaño de ésta viene dado por la ratio «*core capital*/activos totales» media de los años 2006 y 2007, dado que esta variable se emplea como control (del nivel de recursos propios) en el ajuste de regresión. Por *core capital* se ha definido el capital más las reservas. De este ejercicio se desprenden tres conclusiones de interés:

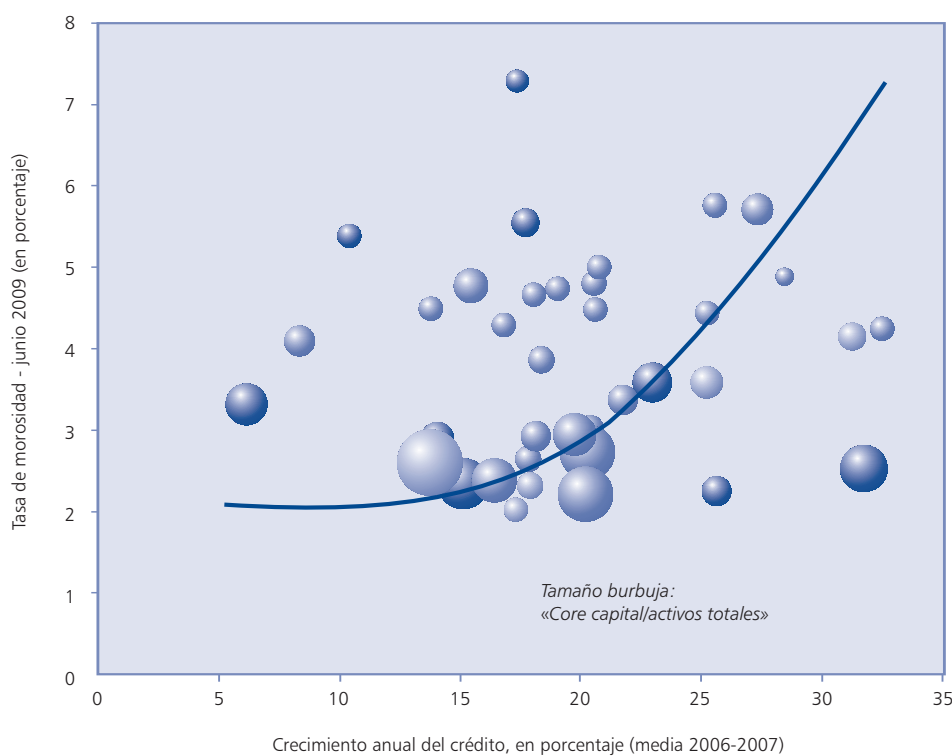
— Parece existir una relación positiva entre el crecimiento del crédito en los años anteriores que precedieron a la crisis y la morosidad actual.

— Esta relación, en cualquier caso, parece ser más definida a partir de un cierto umbral de crecimiento del crédito. En particular, la morosidad parece ser más marcada en el conjunto de instituciones cuyo crédito creció anualmente en el entorno del 15-20 por 100 en 2006 y 2007.

— Las entidades que partían de mayores niveles de solvencia en 2006 y 2007 (aproximados por el tamaño de la burbuja) parecen también enfrentarse a niveles de morosidad más reducidos en 2009.

GRÁFICO 5

AJUSTE NO LINEAL ENTRE CRECIMIENTO DEL CRÉDITO RETARDADO Y MOROSIDAD ACTUAL



Fuente: European Securitization Forum, FMI, y elaboración propia.

Por otro lado, cabe cuestionarse en qué medida el sector bancario español se encuentra afectado por el deterioro de activos, con qué medidas contaba para afrontar este tipo de situaciones y qué respuesta regulatoria se ha producido ante la situación actual. Como punto de partida, conviene recordar que la crisis financiera llegó algo más tarde que en otros países por dos motivos:

1) Por un lado, las entidades financieras españolas no invirtieron de forma significativa en los vehículos estructurados de inversión que determinaron la irrupción de la crisis en 2007.

2) El Banco de España había actuado con carácter preventivo, tanto previniendo a las entidades que la inversión en cualquier vehículo estructurado se vería penalizada (por su riesgo) en términos

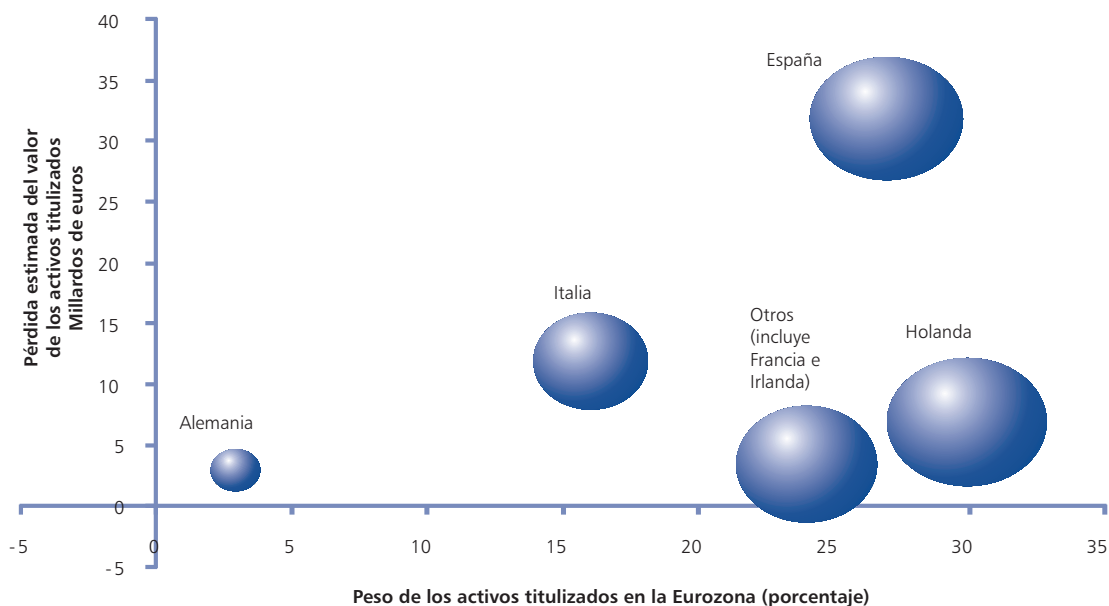
de requerimientos de recursos propios como, sobre todo, mediante la articulación de las llamadas provisiones estadísticas, dinámicas o anticíclicas. Estas provisiones, que venían aplicándose desde principios de la década de 2000, implican una dotación adicional de provisiones para riesgos en fases expansivas del ciclo económico con objeto de paliar las pérdidas por deterioro y morosidad en las fases recesivas.

¿En qué medida puede el deterioro de activos seguir afectando a las entidades financieras españolas? La situación del sector bancario español merece especial atención en el contexto europeo. Como muestra el gráfico 6, España concentra el 27 por 100 de los activos inmobiliarios (residenciales) titulizados de la Eurozona. Las pérdidas de valor de estos títulos con origen en el mercado español

podrían ascender a 34.000 millones de euros según el FMI. Estos activos titulizados presentan mayores variaciones de precios que los activos subyacentes (los propios préstamos). Asimismo, debe tenerse en cuenta que algunos de estos activos titulizados están afectados por un problema de dificultad para fijar precios de títulos con reducida liquidez (*pricing of illiquid securities*), por el que el estancamiento de los mercados de titulización ha repercutido de forma especialmente negativa sobre esta valoración (IMF, 2009: 61-62)

En todo caso, las entidades de depósito españolas partían en los años anteriores a la crisis de niveles de cobertura de riesgo muy elevados, en parte debido a las medidas de valoración prudencial del Banco de España y, entre ellas, a las provisiones estadísticas. Según los datos del propio ente su-

GRÁFICO 6
PÉRDIDAS ESTIMADAS DE VALOR DE ACTIVOS TITULIZADOS EN ESPAÑA Y OTROS PAÍSES EUROPEOS (est. 2009)



Fuente: European Securitization Forum, FMI, y elaboración propia.

pervisor, la cobertura media de la morosidad en los años inmediatamente anteriores a la crisis se encontraba en el entorno del 250-300 por 100, lo que ha supuesto un colchón para amortiguar los efectos de la recesión sobre los resultados bancarios. En el gráfico 7 se muestran los resultados de otro ajuste mínimo-cuadrático no lineal en el que se relaciona la ratio de cobertura de la morosidad («provisiones para riesgos/créditos morosos») en 2007 con las tasas de morosidad en 2009. En él se corrobora la existencia de una relación negativa muy definida, que avala que las entidades que tenían la mayor tasa de cobertu-

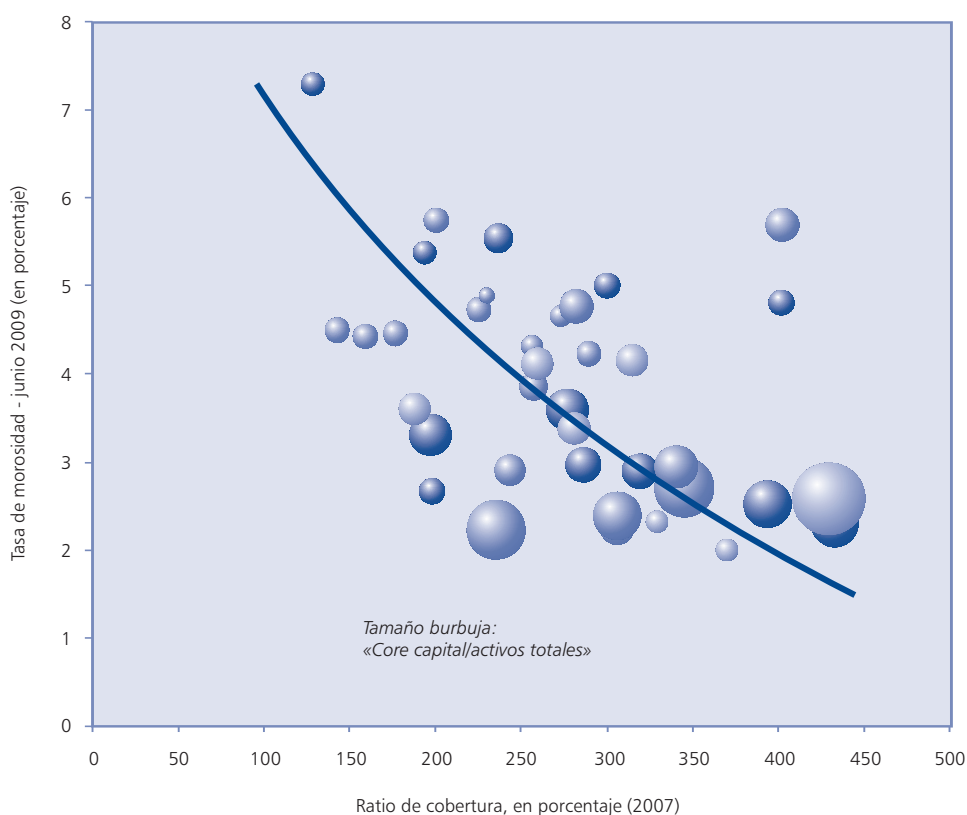
ra han tenido en la actualidad menores tasas de morosidad.

2. Efectos y medidas de corrección: reestructuración bancaria

Al igual que en la perspectiva internacional, no puede afirmarse que los determinantes de la crisis en España sean nuevos, como tampoco lo son sus consecuencias. Reinhart y Rogoff (2008, 2009) consideran que en una economía como la española el mercado inmobiliario y el de trabajo concentran los mayores y más duraderos efectos de la crisis. En par-

ticular, estiman que, de acuerdo con la experiencia histórica, la caída acumulada del precio de la vivienda podría ser superior al 30 por 100 y la recuperación del mercado inmobiliario podría no producirse hasta pasados cinco años. De forma similar, el desempleo podría aumentar hasta en 12 puntos porcentuales y la recuperación de los niveles de empleo anteriores a la crisis podría prolongarse hasta seis años. Con perspectivas como las señaladas, ¿qué medidas se han arbitrado para que el sector bancario afronte la pérdida de valor de los activos inmobiliarios y el aumento de la morosidad crediticia, y pueda volver a

GRÁFICO 7
AJUSTE NO LINEAL ENTRE LA RATIO DE COBERTURA RETARDADA Y MOROSIDAD ACTUAL



una situación de cierta normalización crediticia? La respuesta ha sido la reestructuración. El Plan de Reestructuración Ordenada Bancaria, del Banco de España, fue aprobado en junio de 2009. Contempla un fondo (FROB) que podría alcanzar los 99.000 millones de euros, una cifra en el entorno de las estimaciones de las pérdidas de valor a las que potencialmente podrían enfrentarse las entidades financieras españolas. Con este plan de reestructuración, se abren cuatro grandes escenarios, no excluyentes entre sí:

— En un primer escenario genérico, cualquier entidad cuya solvencia esté demostrada podrá seguir su propio camino y desarrollar sus propias estrategias de financiación, crecimiento e integración.

— En un segundo escenario, se prevé que un determinado número de entidades no entre en el supuesto anterior y presenten algunas dudas sobre su viabilidad. Estas instituciones, a iniciativa propia o del Banco de España, deberán presentar (en el plazo de un mes) un plan de viabilidad que tendría que ser aprobado por el propio ente supervisor, que se reserva la potestad de introducir modificaciones en él. A partir del plan de viabilidad, se plantean escenarios de lo que debe ser la entidad, al menos para los próximos tres años, y se arbitra un plan de financiación en el que se incluye financiación del Fondo de Garantía de Depósitos. En cualquier caso, la principal vía por la que estos planes de recapitalización serán considerados es a través de fusiones o absorciones.

— La tercera posibilidad contempla situaciones de dudas importantes sobre la viabilidad de entidades financieras, en las que el Banco de España interviene directamente la entidad de acuer-

do con los supuestos legales que le permite la Ley de Disciplina e Intervención. La reestructuración pasaría por una fusión o absorción o por el traspaso total o parcial del negocio de la entidad, con el apoyo de los fondos del FROB.

— El cuarto supuesto es más novedoso: se considera que aquellas entidades que no presenten problemas de viabilidad, pero quieran fusionarse, podrán solicitar ayuda financiera del FROB para hacerlo en las mejores condiciones de solvencia, de forma similar a como ha ocurrido en otros países europeos. Eso sí, con el seguimiento del Banco de España.

Puesto que parece deducirse que aumentar la dimensión es un elemento distintivo de este proceso, las entidades de tamaño medio y pequeño pueden verse particularmente involucradas en los procesos de integración financiera, con o sin intervención del FROB, como parece deducirse de los proyectos que se han anunciado durante 2009 y que, junto a otros, habrán de concretarse en los próximos tiempos. Asimismo, hay un factor adicional al deterioro que es el exceso de capacidad existente en el sector bancario español, que refuerza la necesidad de esta reestructuración, tanto en la red de oficinas como en los servicios centrales de las entidades.

V. CONCLUSIONES

En este artículo se repasa la situación y los principales problemas a los que se enfrenta el sector bancario en todo el mundo, con especial atención al caso español y a las lecciones que ofrece la evidencia empírica extraída de la experiencia reciente. En esta crisis, el deterioro de activos inmobiliarios y bancarios, y su gestión,

es el principal reto de la mayor parte de los sistemas financieros para retomar una senda de estabilidad financiera.

En cualquier caso, del análisis realizado en este artículo se desprenden las siguientes conclusiones respecto de la reforma y la reestructuración necesarias para preservar la estabilidad financiera y de la evidencia empírica obtenida para el caso español:

— Existen problemas de coordinación significativos a escala internacional que deben resolverse en áreas críticas, como la gestión de las pérdidas por deterioro de activos o los requerimientos de recursos propios.

— Hay que definir claramente el perímetro de la regulación, eliminando *ex ante*, con acciones correctoras inmediatas (*prompt corrective actions*) cualquier práctica que eleve significativamente el riesgo sistémico.

— Es preciso evitar que las entidades bancarias consideradas como «sistémicas» lo sigan siendo y fomenten mecanismos de propagación que acentúen los riesgos de contagio en caso de quiebra.

— En Europa, el *Informe Larosière* ha establecido un doble sistema de control —supervisión macroprudencial y supervisión microprudencial— que persigue, precisamente, el equilibrio entre el control de entidades sistémicas y la detección temprana de desviaciones significativas en las prácticas de riesgo en los estados miembros.

— En el caso de España, un análisis de la relación entre el crédito concedido en los últimos años y la morosidad actual sugiere que las entidades cuyo crédito creció por encima de un cierto

umbral en 2006 y 2007 se enfrentan a tasas de morosidad más elevadas en 2009. En cualquier caso, las elevadas provisiones dotadas, en buena parte por las medidas prudenciales y anticíclicas establecidas por el Banco de España, y los niveles de cobertura de partida han podido amortiguar en buena medida el impacto de la morosidad sobre las cuentas de resultados del sector bancario español.

— En cualquier caso, el deterioro de activos continúa siendo el principal reto a corto plazo en España. En este sentido, el Plan de Reestructuración Ordenada Bancaria se ha centrado en atajar el problema de las pérdidas actuales y potenciales por deterioro de activos. A su vez, asume implícitamente la relevancia de la dimensión para afrontar los retos regulatorios y competitivos en los próximos años, y expresa explícitamente la preferencia por las integraciones financieras como mecanismo de resolución, preferentemente privado, ante eventuales problemas de viabilidad. Con esta reestructuración se espera facilitar la vuelta a un cierto equilibrio en los flujos crediticios.

BIBLIOGRAFÍA

- ACHARYA, V. V.; BRENNER, M.; ENGLE, R.F.; LYNCH, A.W., y M. RICHARDSON (2009), «Derivatives: The ultimate financial innovation», en Viral V. ACHARYA y Matthew RICHARDSON (eds.), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, Nueva York, John Wiley & Sons.
- BAILY, M.N., y D. ELLIOT (2009), «The causes of the crisis and the impact of raising capital requirements», mimeo.
- BORIO, C., y H. ZHU (2008), «Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?», *BIS Working Paper 268-08*.
- BRUNNERMEIER, M. K. (2009), «Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08», *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 77-100.
- ČIHÁK, M. y E. NIER (2009), «The need for special resolution regimes for financial institutions—The case of the European Union», *IMF Working Paper/09/200*, IMF, Washington.
- CLAESSENS, Stijn (2009), «International exposure to US-centered credit market turmoil», mimeo.
- DIAMOND, D. W., y R. RAJAN (2009), «The credit crisis: Conjectures about causes and remedies», mimeo.
- GOODHART, C., y D. SCHOENMAKER (2006), «Burden sharing in a banking crisis in Europe», Londres, *LSE Financial Markets Group Special Paper Series*, marzo.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND —IMF— (2009), *Global Financial Stability Report*, IMF, Washington.
- KEYS, B.; J. MUKHERJEE; T.K. SERU; A., y V. VIG, (2010), «Did securitization lead to lax screening?

ning? Evidence from subprime loans», *Quarterly Journal of Economics*, 125, en prensa.

LANE, P. R., y G. M. MILESI-FERRETTI (2007), «The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004», *Journal of International Economics*, 73: 223-250.

MAYES, D.; NIETO, M.J., y L. WALL (2008), «Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: is prompt corrective action partly the solution?», *Journal of Financial Stability*, 4: 223-257.

MINSKY, H. (1993), «The financial instability hypothesis», en P. ARESTIS y M. SAWYER (eds.), *Handbook of Radical Political Economy*.

MUSSA, M. (2009), «The role of the financial sector in the Great Depression», mimeo.

OBSTFELD, M.; SHAMBAUGH, J.C., y A. M. TAYLOR (2010), «Financial stability, the trilemma, and international reserves», *American Economic Journal: Macroeconomics*, en prensa.

REINHART, C. M., y K. S. ROGOFF (2008), «Is the 2007 U.S. subprime crisis so different? An international historical comparison», *American Economic Review*, 98: 339-344

— (2009), «The aftermath of financial crises» *American Economic Review*, 99: 466-472.

ROSE, A. y M. SPIEGEL (2009), «Cross-country causes and consequences of the 2008 crisis: International linkages and American exposure», mimeo.

SHENG, A. (2009), «Global financial reform: diagnosis and prognosis (a network approach)», mimeo.

Resumen

Al igual que la mayoría de las anteriores, la crisis financiera actual ha denotado fallos de mercado, y también de Gobierno o de Estado muy importantes. Los problemas derivados de la información asimétrica en los mercados han sido muy grandes, y se han producido situaciones de riesgo moral, de selección adversa, de agencia, de contagio y de comportamiento de rebaño, entre otros. El presente artículo analiza distintos fallos de mercado y los problemas estructurales que éstos pueden provocar, afectando negativamente a los mercados y al conjunto de los ciudadanos.

Palabras clave: crisis financiera, fallos de mercado, problemas estructurales.

Abstract

As with most of the previous financial crises, the present one has denoted very important market failures as well as government or state failures. The problems derived from asymmetric information within markets have been of considerable size and have produced moral hazard, adverse selection, agency, herd behavior and contagious situations, among others. This article analyses different market failures and the structural problems that these can provoke, affecting markets and citizens negatively.

Key words: financial crisis, market failures, structural problems.

JEL classification: G00; G14; G18.

ONCE FALLOS DE MERCADO Y DE ESTADO EN LA CRISIS FINANCIERA

Guillermo de la DEHESA

Centre for Economic Policy Research (CEPR)

EXISTE un fallo de mercado cuando éste falla a la hora de asignar sus recursos de manera eficiente. Esto supone que o bien no ha tenido en cuenta los costes y beneficios externos (eficiencia social), o bien no ha conseguido producir los bienes y servicios al coste mínimo que exigen los consumidores (eficiencia en su asignación), o bien no ha utilizado la mínima cantidad de recursos posible en su producción de bienes y servicios (eficiencia técnica), o bien no ha podido producir los bienes y servicios a su coste de factores de producción más bajo (eficiencia productiva).

Esto suele ocurrir cuando la información o el conocimiento son imperfectos y asimétricos, cuando los bienes y servicios son diferenciados, cuando los recursos son inamovibles, cuando existe poder sobre el mercado (oligopolio o monopolio) al ser mercados poco competitivos, cuando los bienes y servicios no pueden ser suministrados en la cantidad suficiente por el mercado, cuando existen costes y beneficios externos (externalidades) que no se tienen en cuenta y que pueden tener que ser pagados por la sociedad en su conjunto, en lugar de por los agentes de dicho mercado, o también cuando se trata del suministro de bienes públicos por agentes privados que necesitan obtener un beneficio económico para poder suministrarlos.

Existe un fallo de Estado, o de Gobierno, cuando éstos, al intentar corregir un fallo de mercado, producen otro fallo de mercado

mayor al intervenir en él, reduciendo su eficiencia, distorsionando su funcionamiento o produciendo efectos no previstos en sentido contrario al deseado. ¿Cuándo interviene el Estado?, cuando observa que hay escasez o excedentes en un determinado mercado, cuando descubre situaciones de ineficiencia o de desigualdad de trato a los clientes, cuando intenta proteger a ciertos grupos de individuos que se encuentran en una situación más débil o introducir una red de seguridad para aquellos que no pueden protegerse, o cuando intenta reducir la pobreza o la desigualdad.

Su forma de intervenir es varia. Puede hacerlo a través de impuestos, para producir redistribución o para incentivar o desincentivar decisiones de los agentes en dichos mercados, a través de la regulación de ciertas actividades para evitar fallos de mercado o para apoyar instituciones básicas del mercado, como la propiedad intelectual o las patentes, o finalmente, suministrando bienes y servicios, como la sanidad, la educación o el seguro de desempleo. Los fallos de Estado o de Gobierno se manifiestan al introducir distorsiones en los mercados en los que interviene, bien al controlar los alquileres, al subvencionar la agricultura, al aumentar los salarios mínimos, al gravar con impuestos determinados productos o al asignar precios diferentes a productos iguales o muy similares. También pueden manifestarse en un impacto diferencial en el bienestar tanto de los consumidores, como de los productores, al subvencionar a unos individuos

o actividades y gravar a otros u a otras.

Asimismo, los fallos de Estado pueden provocar problemas estructurales porque sus decisiones vienen determinadas por resolver problemas puntuales a corto plazo de forma que pueden empeorarlos a largo plazo; porque el Gobierno toma medidas para conseguir ser reelegido a corto plazo que pueden generar derechos que no pueden financiarse a largo plazo, y que provocan aumentos fuertes de la deuda pública y de los tipos de interés que, a su vez, pueden afectar negativamente a los mercados y al conjunto de los ciudadanos. También pueden producirse fallos de Gobierno o de Estado por causas de información asimétrica; es decir, que saben mucho más sobre los mercados sus propios agentes que el Gobierno, y pueden tomar medidas que terminen reduciendo su eficiencia. Finalmente, pueden llegar a producir una captura regulatoria o un arbitraje regulatorio, es decir, que las agencias regulatorias terminen siendo dominadas por aquellos a los que intenta regular, o que estos últimos puedan lograr reducir su impacto, arbitrando entre unas agencias y otras.

Este prolegómeno explicatorio viene a colación porque, en esta crisis financiera, al igual que en casi todas las anteriores, se han dado tanto fallos de mercado como de Gobierno o de Estado muy importantes. Los problemas derivados de la información asimétrica en los mercados han sido muy grandes, y se han producido situaciones de riesgo moral, de selección adversa, de agencia, de contagio y de comportamiento de rebaño, entre otros.

Primero. El primer fallo ha sido de Estado. Cuando el Gobierno estadounidense decidió que

era muy conveniente que todas las familias americanas tuviesen acceso a una vivienda digna, independientemente de su renta y de su capacidad de pago estaba, sin saberlo, creando un problema de «selección adversa». Una vez que las familias americanas demandantes de créditos hipotecarios habían intuido o constatado que no se les iba a denegar un préstamo hipotecario por pocos ingresos que tuvieran (aunque a cambio de pagar unos tipos y comisiones muy elevados a lo largo de su duración), lógicamente, aquellas que tenían una mayor probabilidad de no poder pagarlo eran las que tenían un mayor incentivo para solicitar dichos préstamos.

Segundo. En el mercado de origen y de titulación de las hipotecas *subprime* han tenido lugar fallos de Estado importantes, tanto de regulación como de supervisión, pero también de mercado. Por un lado, los que originaban dichas hipotecas, que en su mayoría no eran bancos, sino agentes y corredores a comisión (no regulados, ya que sólo necesitaban un permiso administrativo para poder colocar productos financieros), no tenían más incentivo que colocar una hipoteca a una familia para cobrar su comisión, sin cerciorarse si el tomador de la hipoteca iba a poder pagarla o no, fallando en la clave fundamental del negocio bancario, que consiste en invertir los recursos ajenos que se captan a corto plazo (depósitos) en créditos y préstamos a largo plazo que tengan una muy baja probabilidad de impago, en relación con su rentabilidad. Dichos agentes llevaban consigo una especie de *credit scoring* suministrado por el banco, ya que tenían que hacer una serie de preguntas al tomador de la hipoteca para ver si era solvente; sin embargo, primaba

más el incentivo de la comisión y tendían a rellenarlo de forma mucho más positiva que la realidad.

Por otro lado, las familias que eran tomadoras de dichas hipotecas, como, en buena parte de los casos, éstas cubrían hasta el 100 por 100 del valor de la vivienda, más los gastos, y además dos años de carencia o dos años con tipos de interés muy bajos, cercanos a cero (*teaser rates*), tenían un claro incentivo a firmar el contrato hipotecario que les ponían por delante, sin ni siquiera mirar su letra pequeña, ya que podían vivir dos años gratis o casi gratis, en la vivienda y, al término de los dos años, podían venderla con su hipoteca incorporada a un precio ligeramente superior, ya que los precios de la vivienda seguían subiendo, y además podían intentar tomar otra hipoteca para hacer lo mismo con su siguiente vivienda.

Por otro lado, si dichas familias hubiesen leído la letra pequeña, habrían observado que los tipos de interés que les cargaban a partir del tercer año empezaban en el 6 ó 7 por 100 (cuando el tipo interbancario estaba en menos del 4 por 100) y subían cada año hasta llegar al 14 ó 15 por 100, lo que hacía que dicha hipoteca fuera prácticamente imposible de pagar, es decir, hubieran tenido la certeza de que no podrían pagarla. Sin embargo, al agente o corredor, por cuenta de la caja o banco hipotecario, que la colocaba no le importaba si iban a pagarse o no, ya que, una vez cobrada la comisión, no tenía ninguna responsabilidad, pero el banco que había preparado el contrato tendría que haber previsto que no iban a poder pagarse a tipos tan elevados.

Cuando, como finalmente ocurrió, empezaron a caer los precios

de la vivienda y las familias no podían venderlas, y como era prácticamente imposible pagar unos tipos de interés tan elevados y crecientes, tenían tres opciones. La primera era empezar a pagar dichos tipos un año más mientras veían si el precio podría recuperarse. La segunda era que, dado que, a diferencia de Europa (en donde se toman garantías adicionales, como la nómina o la firma de un familiar), en Estados Unidos la responsabilidad de pago esta limitada exclusivamente a la garantía de la vivienda, enviaban por correo las llaves al banco e intentaban volver a vivir en una de alquiler. La tercera era quedarse en la vivienda hasta que les pudiesen echar de ella, ya que, en algunos estados de Estados Unidos, es un juez el que tiene que dictaminar si tiene el deudor que abandonar la o no ante un impago y a veces deciden a favor del hipotecado.

Ahora bien, los bancos y otros intermediarios bancarios, que habían colocado esas hipotecas a través de los citados comisionistas, tampoco tenían un incentivo para intentar cobrarlas, ya que las convertían en títulos y las vendían a un vehículo de propósito especial, fuera de su balance, con lo que se quitaban el riesgo y lo traspasaban a otros que estaban dispuestos a comprarlas. Dichas hipotecas se agrupaban con miles de otras de distintos tipos y de otros créditos al consumo, automóvil, etc., y se troceaban en tramos de distinta calificación crediticia que podían colocarse separadamente en inversores según su apetito de riesgo. En muchos países los reguladores obligaban al banco a que en cada titulación mantuviese el primer riesgo, o tramo de capital de dicho conjunto de títulos, en su balance, pero en otros no, y en los que era obligatorio, algunos supervisores no contrastaban si se había cumplido. En definitiva, los incentivos

eran perversos, tanto para el tomador como para el comisionista para el banco, lo que producía unos fallos de mercado, así como de Estado, muy graves.

Tercero. Otro fallo importante, tanto de mercado como de Estado, ha sido que muchos bancos que estaban titulizando hipotecas y vendiéndolas creían que se habían quitado el riesgo de encima, pero finalmente resultaba que no era siempre así. Muchos de ellos, al mismo tiempo que se quitaban los títulos del balance, también habían creado, fuera de balance, ciertos vehículos de inversión (SIV y *conduits*), sin apenas capital, con los que invertían en activos a largo plazo, financiándose a corto en el mercado de pagarés o papel comercial con la garantía del activo a largo plazo. De esa forma, conseguían apalancar su capital mucho más de lo que el estudio de sus balances aparentaba y de lo que los requisitos mínimos de Basilea I y Basilea II les exigían. Además, los bancos lo hacían sabiendo que tenían un fuerte riesgo implícito en dichos vehículos, ya que en realidad no eran fuera de balance.

Es decir, estaban creando una especie de banca paralela fuera de balance, que tomaba recursos a corto y los invertía con riesgo a largo, que no estaba regulada ni supervisada, con la única promesa ante el supervisor de que, si fallaba su financiación a corto plazo en dicho mercado, el banco se comprometía a suministrar la liquidez necesaria para financiar los vencimientos a corto plazo en dichos vehículos.

Estos vehículos tendían a producir otro fallo de mercado muy importante en algunos bancos, ya que, paradójicamente, los gestores de muchos de estos vehículos, para conseguir un mayor re-

torno en sus activos a largo plazo, compraban los mismos productos estructurados con garantía de hipotecas *subprime*, con lo que tomaban, a través de dichos vehículos, el mismo riesgo del que quería deshacerse el banco al titularlo y venderlo a un tercero. Lo que hacía el banco para sacarse el riesgo del *subprime* de su balance lo deshacían sus propios vehículos tomando de nuevo dicho riesgo, sin que su equipo interno de gestión de riesgo y sus auditorías interna y externa se enterasen.

Tan pronto como las calificaciones o *ratings* de dichos productos empezaron a deteriorarse, ya que las hipotecas *subprime* dejaban de pagarse cada vez en mayor proporción, los inversores en el mercado de pagarés garantizados por ellas empezaron a salirse, lentamente al principio y de forma abrupta al final, de dicho mercado. Así, el famoso 9 de agosto de 2007, el mercado de papel comercial americano con garantía de dichos productos hipotecarios se secó bruscamente, cayendo en unos 300.000 millones de dólares.

Los bancos eran incapaces de refinanciarlos, por lo que la FED y el BCE tuvieron que inyectar cientos de millardos de dólares y euros a dichos bancos para que no tuviesen serios problemas de solvencia, y posteriormente han tenido que seguir ayudándoles a financiarlos, ya que si les hubiesen obligado a reintroducirlos en sus balances, de donde no deberían de haber salido, empezarían a consumir capital regulatorio que no tenían, con lo que se hubiera producido una contracción del crédito todavía mayor de la que se está produciendo.

Lo más importante es que, sin la existencia de estos vehículos y esta banca paralela, no podría ex-

plicarse por qué un problema que había surgido del sistema de creación y titulización hipotecaria en Estados Unidos había contagiado de tal forma a los bancos europeos. Ante este fallo, hay que hacerse la pregunta siguiente: ¿Cómo es posible que los supervisores de dichos bancos, tanto en Estados Unidos como en Europa, hayan podido permitir que sus bancos supervisados tuvieran vehículos en un aparente, pero finalmente falso, fuera de balance por valor de más de 600.000 millones de dólares en Estados Unidos y de más de 500.000 millones de dólares en Europa? Estamos ante un fallo de Estado que es difícil de comprender.

Cuarto. Un fallo de mercado incomprensible ha sido el de los propios inversores. Éstos, que gestionan fondos o carteras de bancos o de pensiones o de *hedge funds*, y que se supone que son muy sofisticados (sobre todo por lo que cobran) compraban productos estructurados con *rating* AAA, a pesar de que no llegaban a entenderlos, dada la enorme complejidad matemática de su estructuración. Sin embargo, los compraban, en todo caso, porque tenían una rentabilidad mucho mayor que los AAA tradicionales, cuando el que la tengan es ya una contradicción en sus propios términos.

Ante esta situación, la primera pregunta que conviene hacerse es: ¿Cómo es posible que unos productos estructurados, que no se entienden ni se puede saber cuál es su riesgo directo, que sólo pueden venderse bilateralmente (OTC), que no tienen liquidez, que no están contratados en un mercado organizado, pueden llegar a ser AAA? ¿Cómo es posible que alcancen dicha calificación cuando, hasta ahora, sólo los bonos de Estados Unidos o de otros grandes países desarrollados y de

las empresas líderes mundiales habían conseguido dicha calificación crediticia máxima, no sólo por su gran solvencia, sino también porque sus precios se conocían en cada momento, ya que se contrataban diariamente en mercados organizados, tenían una enorme liquidez y podían venderse o comprarse varias veces al día?

La segunda pregunta es la siguiente: ¿Cómo inversores tan sofisticados han podido creerse que un producto estructurado AAA, cuya rentabilidad era más de un punto porcentual mayor que la de un AAA tradicional, podía ser realmente AAA? ¿Por qué tenían confianza en las agencias de *rating*, aunque fuese contra el sentido común más mínimo? o ¿por qué tenían una rentabilidad mucho mayor para sus carteras, lo que indicaba claramente que tenían más riesgo?

Quinto. Fallo tanto de Estado como de mercado ha sido el de las agencias de *rating*, o calificadoras oficiales del riesgo de impago de los activos que se emiten, compran y venden en los mercados. En primer lugar, son un oligopolio (o a veces casi un duopolio) y deben este *status* privilegiado a su reconocimiento oficial por los reguladores financieros, que son los guardianes de última instancia de la máxima transparencia y acceso a la información en los mercados. Y lo han recibido porque, en principio, estos últimos consideran que son las más capaces, más serias y más independientes para dar una calificación segura y eficiente de crédito a cada título que se emite a fin de que los inversores no sean engañados por los emisores de dichos títulos, ya sean éstos empresas, entidades financieras o gobiernos.

En segundo lugar, estas agencias tienen además el privilegio de

que no pueden ser perseguidas judicialmente, ya que no tienen responsabilidad legal o administrativa alguna (como los auditores) sobre los *rating* que dan puesto que están protegidas por la segunda enmienda de la Constitución de los Estados Unidos, dado que sus empleados están considerados meramente como «periodistas financieros» que se acogen a su «libertad de expresión».

En tercer lugar, dichas agencias, que estuvieron correctamente financiadas hasta 1970 por los inversores, que es a los que tienen que proteger, pasaron sin embargo, a partir de entonces, a ser pagadas por los emisores y vendedores de los bonos o productos estructurados, que es a los que tienen que controlar, lo que generaba varios conflictos de interés. Por un lado, los emisores pueden decidir no contratar a una agencia si les da un *rating* que consideran que es bajo e intentarlo con otra que se lo dé más elevado, ya que, antes de tomar su última decisión, ya saben que *rating* van a recibir.

Por otro lado, algunas de estas agencias llegaron a obtener el 50 por 100 de sus ingresos calificando estos riesgos de impago de productos estructurados, en su mayoría con hipotecas *subprime*, que hacía que pudieran estar cada vez más «capturadas» por este tipo de productos, puesto que tenían un incentivo claro a empujarlos al máximo para mantener su boyante y nuevo negocio. Finalmente, y esto es todavía más grave, algunas llegaron a vender a los propios emisores que les pagaban por su calificación servicios de asesoría y modelos de cómo estructurar dichos activos para conseguir optimizar su *rating*.

El resultado ha sido que los productos estructurados califica-

dos como AAA, que valían 100 en 2007 han llegado a valer 24 cuando se han querido vender en 2008 y 2009 (cinco veces menos), que los calificados como AA cayeron a menos de 4 (veinticinco veces) y que los A cayeron a menos de 2 (cincuenta veces menos de lo que determinaba su calificación inicial). Estas caídas históricas de valor han sido desconocidas desde que existe este sistema de *rating*, lo que muestra que dichas agencias han incurrido en un fallo colosal en su principal y único cometido, para el que además han obtenido una posición oligopolística privilegiada gracias a una decisión de los reguladores.

Sexto. Otro fallo de mercado muy importante en esta crisis ha sido el de los mismos bancos y el de otras entidades financieras, que no han sabido cumplir con eficiencia su principal cometido: el de intermediar entre los ahorradores últimos y los inversores últimos de un sistema económico tomando prestado de los primeros sus recursos a corto plazo y prestándolos a los segundos a largo plazo, corriendo así con los riesgos de tipos de interés, de descalce de plazos y de contrapartida. Por ello, tienen que ser extremadamente rigurosos en el control de los riesgos que toman.

La existencia del sistema financiero está basada exclusivamente en su capacidad de recoger y analizar información. Si todo el mundo tuviese acceso a toda la información existente, no haría falta tener un sistema bancario ni ningún intermediario financiero. Los bancos y otros intermediarios sólo existen porque la información es asimétrica. De no ser así, todos los ahorradores últimos de la economía prestarían directamente a los inversores últimos, ya sean empresas, gobiernos o familias, o invertirían directamente en las ac-

ciones y los bonos emitidos por dichas empresas o gobiernos sin necesidad de verse obligados a utilizar intermediarios.

Sin embargo, el problema fundamental de las finanzas es que toda la información existente es asimétrica, es decir, unos saben mucho más de cada situación que otros. El prestatario sabe más sobre su propia solvencia o la del proyecto que presenta para pedir el préstamo que el banco presamista. El cliente de una aseguradora sabe más sobre su probabilidad de riesgo de accidente, o sobre su probabilidad de enfermedad o de esperanza de vida, que su asegurador. El vendedor sabe siempre más sobre la calidad y características del producto o activo financiero que quiere vender que su comprador. Los ejecutivos de un banco saben más sobre su situación económica y patrimonial que su consejo de administración y, a su vez, su consejo de administración sabe más sobre ella que sus accionistas, y sus accionistas más que sus acreedores, y éstos más que sus depositantes.

Por esta razón existen los intermediarios financieros entre ahorradores e inversores, porque han sido capaces de desarrollar una ventaja informacional sobre cómo recoger, analizar, calcular y explotar sus mayores conocimientos sobre la capacidad de pago de sus prestatarios o sobre la situación de solvencia de las empresas que emiten acciones o bonos, y son capaces, asimismo, de agrupar todos los riesgos que toman de forma que reducen su riesgo medio al ser mayor su número, su volumen y su diversificación.

Por lo tanto, esta actividad exige un grado de confianza muy elevado, por parte de los depositantes o de aquellos que invierten en sus fondos, acciones o bonos,

en la veracidad y exactitud de la información que reciben de dichos intermediarios y de sus consejos. Este grado de confianza, si se quiebra, como ha ocurrido en esta crisis financiera, puede llegar a paralizar la actividad de los intermediarios financieros y de los mercados, produciendo una situación de pánico, de corridas bancarias y de mercados sin actividad, con consecuencias muy graves para la economía en general.

Además, existen varias características del sistema financiero que le hace especialmente importante para la economía y la sociedad en su conjunto: la primera es que, como ya se ha dicho, los bancos y otras entidades financieras son unas instituciones que toman prestado a corto y que prestan a largo y con riesgo, e incurrir por tanto en un riesgo de tipos de interés, de plazos y, por supuesto, de impago de lo que han prestado, lo que les hace ser muy vulnerables a cualquier cambio en las condiciones económicas.

La segunda es que los bancos, aunque sean privados, cumplen un servicio público. Por ello, pueden producir con mayor facilidad un fallo de mercado y de Estado al mismo tiempo, ya que, por una parte, son un bien público y, por otra, una entidad con ánimo de lucro. Miles de millones de pagos diarios, cada uno requiriendo un transvase o transferencia de fondos, son realizados por los bancos. Cientos de millones de personas en el mundo han colocado sus ahorros en depósitos y fondos bancarios, y han comprado su vivienda, su coche o financiado sus estudios o su empresa con un préstamo bancario que, bien directamente o a través de una aseguradora, les han asegurado el riesgo de accidente, robo, etc. Todas sus facturas mensuales de electricidad, agua y

calefacción, así como sus nóminas, están domiciliadas en una entidad bancaria.

La tercera es que estas entidades cumplen una tarea muy importante y necesaria para la economía, como es la de canalizar los recursos de aquellos que ahorran a aquellos que invierten, y también de transferir el riesgo de aquellos que no pueden tomarlo a aquellos que están dispuestos a asumirlo. La cuarta es que una de las políticas económicas que más relevancia tiene para suavizar las fluctuaciones y ciclos económicos y para mantener la estabilidad de precios es la política monetaria, y ésta necesita, para que se lleve a cabo eficazmente, al sistema bancario, que es el que la transmite desde los movimientos autónomos del tipo de interés operados por el banco central al coste del crédito bancario, y de ahí al resto de la economía, lo que se llama mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Esta quiebra de confianza ha ocurrido, de nuevo y con más fuerza, en esta crisis, lo que ha provocado enormes fallos de mercado encadenados. Primero se perdió la confianza de los inversores en unos instrumentos financieros complejos, garantizados por hipotecas cuya elevada calificación crediticia resultó ser errónea, pero que ya se sospechaba que podría serlo, puesto que era una incongruencia total que tuvieran un rendimiento superior al de otros activos con su mismo *rating*; pero algunos inversores son capaces de ignorar la realidad cuando pueden ganar más.

Después, tras la caída de Lehman, se perdió la confianza de los accionistas y los acreedores en los bancos y otros intermediarios financieros, ya que veían que ocultaban unas tenencias enormes

de activos deteriorados o tóxicos, y, lo que es peor, finalmente se perdió también la confianza entre los mismos bancos, que dejaron de prestarse entre sí a través del interbancario, el mayor mercado financiero del mundo, por no saber qué volumen de productos deteriorados tenían en sus balances y cuál podía ser su solvencia a corto plazo.

Es decir, si este sistema financiero y bancario, que es innatamente vulnerable, llega a medio colapsar por la pérdida de confianza de aquellos que lo utilizan, su impacto sobre el resto del sistema financiero y el de éste sobre el resto de la economía «real» es enorme, como ya demostró la Gran Depresión y ha demostrado de nuevo y ahora esta Gran Recesión. Por las razones anteriores, es muy diferente la quiebra de un banco que la de otra empresa, independientemente de su impacto negativo sobre el mercado de trabajo.

Cuando una gran empresa industrial o de servicios va a la quiebra, sus competidores se alegran porque piensan que puede ser beneficioso para ellos, ya que supone otro competidor menos en el mercado y creen que pueden absorber una parte de su cuota de mercado. Sin embargo, cuando un banco de tamaño grande cae, el resto de los bancos tiembla, ya que están unidos por el mercado interbancario, que es el mercado de mayor volumen de todos los que existen, ya que el quebrado puede dejar de devolver enormes volúmenes de crédito que tiene tomados a otros bancos. Si estos últimos, a su vez, tienen problemas por culpa del anterior, pueden llevar a la quiebra a otros bancos con los que tienen líneas, y estos últimos a otros, y puede producirse una caída de bancos interconectados como fichas de dominó.

Es decir, si el sistema bancario llega a colapsar, aunque sea de forma temporal, se pone en peligro el sistema de pagos y el sistema de crédito que utilizan diariamente más de mil millones de personas en el mundo. Un colapso del sistema de pagos supone la paralización de la actividad económica. Una contracción fuerte del crédito tiene consecuencias devastadoras para todos los hogares y empresas que lo han tomado y necesitan renovarlo, o que tienen que pedir nuevos créditos. Unos mercados que se secan y dejan de funcionar o que se mantienen poco activos dificultan la única financiación alternativa que tienen las empresas y las mismas entidades financieras fuera del crédito. Dado que el sistema financiero es enormemente complejo y está muy interconectado, la crisis financiera de un país grande o de algunos intermediarios financieros grandes puede contagiarse al resto de los bancos y al mundo. Todos estos fallos del sistema financiero llegan a producir irremediablemente una grave recesión que puede llegar a tener efectos globales, como ha ocurrido en esta crisis.

Todas estas características de los intermediarios financieros hacen que resulte especialmente relevante que sean capaces de evitar sus problemas de liquidez y de solvencia con un adecuado control de su riesgo, que es por lo que sus depositantes y sus acreedores tienen su confianza depositada en ellos. Esto hace que los bancos tengan como principal cometido ser lo suficientemente prudentes para no arriesgar los recursos ajenos que invierten que son los de sus depositantes, sus acreedores y sus accionistas. Sin embargo, esta crisis demuestra que muchos bancos no han cumplido con su cometido principal, produciendo un fallo de mercado muy grave.

Una parte de la culpa de que los bancos hayan tomado un mayor riesgo ha sido la tendencia creciente en estos últimos años a que, en una larga situación de bajos tipos de interés, sus accionistas exigieran cada vez un mayor retorno a corto plazo a sus acciones y que el sistema de remuneración de sus ejecutivos premiara cada vez un mayor retorno a corto plazo a sus inversiones. Esto ha llevado a que se haya olvidado que cada mayor toma de riesgo a corto plazo puede producir pérdidas a medio plazo. Asimismo, se han utilizado fórmulas de captación y de remuneración de sus ejecutivos en las que se les hacía incurrir en una situación de riesgo moral en la que nunca perdían, pasase lo que pasase.

Primero se les daba una cantidad a fondo perdido para poder contratarlos de otro competidor, o se les garantizaba un *bonus* o prima durante un par de años o tres. Segundo, se les pagaba un *bonus* anual de acuerdo con los beneficios del año, olvidándose de lo que es realmente un banco, que toma riesgos que tardan en madurar y que a veces se pagan con creces varios años más tarde, al surgir los llamados riesgos de cola. Tercero, se les aseguraba un «paracaídas dorado» en caso en que fueran despedidos. Con este paquete, sólo se les incentivaba a tomar cada vez mayor riesgo, ya que ello producía un *bonus* cada vez más elevado, y si se terminaba perdiendo y eran despedidos, también salían ganando.

Séptimo. Un grave problema de fallo de Estado en esta crisis es que la historia ha vuelto a repetirse una vez más, y que los reguladores no parece que hayan aprendido de las lecciones de la Gran Depresión, ya que han vuelto a pensar que los bancos podían tener una regulación más laxa, o

incluso que podían autorregularse ellos mismos. Hasta la Gran Depresión, los bancos no estaban casi regulados. Sólo entonces, ante la evidencia de la vulnerabilidad de la actividad de los bancos, de las enormes pérdidas sufridas por sus depositantes, por sus accionistas y por sus acreedores, se discutió si sólo debería haber dos tipos de bancos: unos que estaban autorizados a tomar depósitos, pero que sólo podían invertirlos en activos totalmente seguros y de elevada calidad, y otros que tendrían prohibido el acceso a dichos depósitos, que debían de financiarse exclusivamente en los mercados de deuda fija y variable, que eran los que podían prestar a los inversores y a los consumidores con riesgo, y que no debían de estar regulados.

Finalmente, se decidió lo siguiente: Primero, crear un fondo de garantía de depósitos (FDIC) para evitar que los depositantes volvieran a perder la confianza en los bancos en el futuro y para que no llevaran a cabo corridas de depósitos que provocaban la quiebra de los bancos. Segundo, autorizar a la Reserva Federal para que pudiese actuar como prestamista de última instancia de los bancos, inyectándoles la liquidez necesaria para evitar que llegasen a tener problemas de solvencia y, finalmente, quebrar. Tercero, aprobar la ley Glass-Steagall, que establecía la separación de los bancos en dos tipos: por un lado, los comerciales que tomaban depósitos del público y que los prestaban a riesgo, que estarían sujetos a una estrecha regulación por las agencias federales, y por otro, los de inversión, que no podían tomar depósitos del público y que debían de financiarse en los mercados de renta variable y renta fija, sin necesidad de estar regulados como los anteriores.

Como ocurre a menudo, esta solución creó, a su vez, un problema y un fallo de mercado: si los bancos veían que los depositantes no iban a sufrir fuertes pérdidas ya que estaban garantizados sus depósitos y el banco central iba a ayudarles en caso de que ellos tuviesen dificultades de liquidez o de solvencia, tendrían un incentivo claro a tomar más riesgo, es decir, estaban en una situación que se ha dado en llamar de azar o de riesgo moral. Azar o riesgo moral es aquella situación en la que una parte es responsable de los intereses de otra, pero tiene un fuerte incentivo a poner sus intereses por delante de los de la otra parte. De forma muy coloquial, se resume con la frase siguiente: «si sale cara gano yo y si sale cruz pierdes tú». En este caso, estaba claro que el banco era el que salía ganado si su mayor toma de riesgo salía bien, y que el Estado o el contribuyente era el que salía perdiendo si salía mal, con lo que el banco ganaba en cualquier caso, de ahí la lógica de su incentivo para tomar más riesgo. Por esa razón, desde la Gran Depresión y tras la Segunda Guerra Mundial, su regulación fue cada vez más estrecha.

Sin embargo, a pesar de todo lo ocurrido en la Gran Depresión y anteriormente, a partir de los años 1980 surge una tendencia creciente hacia la desregulación y a la autorregulación bancaria que tiene sus orígenes en una nueva corriente de la teoría económica, que pasa a ser dominante tras la crisis del pensamiento keynesiano, que no fue capaz de explicar la primera crisis de oferta provocada por la subida del precio del petróleo en 1973-1974. Esta nueva corriente teórica, basada en las tesis y las hipótesis de las expectativas racionales de todos los agentes y de los mercados eficientes y completos, y en el desarro-

llo de nuevos modelos macroeconómicos en los que los mercados financieros son neutrales para la actividad económica porque son casi perfectos, fue la base también de una corriente política.

Margaret Thatcher y Ronald Reagan iniciaron un período en el que se tomaron medidas basadas en estas hipótesis, no contrastadas suficientemente por la evidencia empírica, como se había demostrado tras la Gran Depresión y como se ha vuelto a demostrar en esta crisis financiera que ha provocado una Gran Recesión. Por ejemplo, a pesar de que la evidencia histórica mostraba repetidamente que mantener los tipos de interés muy bajos durante mucho tiempo producía irremediablemente burbujas de activos financieros e inmobiliarios que, al estallar, ponían en peligro el sistema financiero y real, hubo una política deliberada de mantenerlos muy bajos con lo que, en sólo una década, se habían producido dos enormes burbujas, la del *dot.com* en 2000 y la financiera e inmobiliaria en 2007.

Otra gran paradoja es que, incluso hoy, los bancos centrales utilizan mayoritariamente para su toma de decisiones los llamados modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general (DSGE), en los que da la casualidad de que no tienen cabida las burbujas de los precios de los activos financieros e inmobiliarios y sus desplomes consiguientes, ni tampoco juegan ningún papel en dichos modelos los mercados financieros, ni existe en ellos la posibilidad de que haya desempleo. La razón está en que consideran como dada la hipótesis de que los mercados son eficientes, con lo que todos los precios de los activos financieros son siempre correctos, ya que reflejan su valor fundamental puesto que los agentes y operadores

de dichos mercados son totalmente racionales, y cada precio refleja siempre toda la información disponible.

Por esta razón, hasta ahora, los bancos centrales han tendido a concentrarse exclusivamente en controlar que se cumplan sus objetivos de inflación de los precios al consumo a medio plazo, pero no han tomado medidas para evitar un exceso en el crecimiento de los precios de los activos, que son los que al final producen graves problemas de inestabilidad financiera y bancaria, y enormes crisis con un coste enorme para la sociedad, como ha ocurrido en Japón en 1990 y ahora en el mundo en 2007.

Pues bien, a pesar de estas burbujas financieras y sus correspondientes crisis recurrentes a lo largo de la historia, paradójicamente, la corriente académica dominante durante las tres últimas décadas ha seguido siendo la de la «hipótesis de los mercados financieros eficientes» (EMH), en conjunción posterior con la «hipótesis de las expectativas racionales» (REH), que establecen que los mercados financieros son eficientes y sus precios son correctos y que, además, esta misma racionalidad la muestran todos los ciudadanos ante las decisiones de política económica, lo que hace que éstas tiendan a tener poca eficacia, ya que dichos ciudadanos las han descontado con anterioridad a ser tomadas.

Y, lo que es más sorprendente, estas ideas se han mantenido sin tener en cuenta a los tres premios Nobel de Economía George Akerloff, Joseph Stiglitz y Michael Spence, quienes ganaron, en 2001, su premio por demostrar las inconsistencias, ineficiencias y fallos de los mercados financieros y de otros, derivados de la existencia

de información asimétrica en todos ellos, lo que producía problemas de selección adversa, de comportamiento de rebaño, de contagio y de riesgo moral. Y sin tener tampoco en cuenta a uno de los primeros premios Nobel de Economía, Herbert Simon, quien, ya en 1978, planteó las dificultades de la toma de decisiones correctas en la empresa y los fallos de la economía neoclásica al explicarlas, así como la importancia de la racionalidad limitada (*bounded*).

Ni tampoco a Maurice Allais, premio Nobel en 1988, que había mostrado las «paradojas de Allais», en las que decisiones de inversión que parecían correctas según dichas hipótesis no lo eran, y llevaban irremediablemente a pérdidas. Ni, por último, a otros dos premios Nobel de Economía de 2002, Daniel Kahnemann y Vernon Smith (Amos Tversky, fue sólo mencionado porque, al fallecer unos meses antes, no pudo recogerlo), quienes recibieron su premio por demostrar que los agentes, inversores y operadores de los mercados financieros tienden a mostrar una racionalidad limitada en general, pero especialmente limitada en situaciones de incertidumbre elevada.

Sin embargo, y paradójicamente, esta crisis financiera probablemente no hubiera ocurrido si los inversores y los agentes en los mercados bancarios y financieros se hubieran creído estas hipótesis de las expectativas racionales y de los mercados eficientes. Por un lado, los creadores de la hipótesis de los mercados eficientes, como Eugene Fama, propugnan que, como no pueden nunca obtenerse rentabilidades superiores a las del mercado y batirlo, ya que en cada momento consigue que sus precios reflejen toda la información disponible, lo mejor es inver-

tir solamente en índices bursátiles, y no gastarse el dinero en buscar información o pagar a asesores financieros o gestores que son muy caros. Es decir, los inversores y los financieros no han seguido las pautas del paradigma dominante que habían estudiado en las universidades y escuelas de negocios, sino que han intentado batar al mercado, arriesgando más e invirtiendo en nuevos productos financieros estructurados que no entendían, que eran ilíquidos y que no estaban contratados en mercados organizados.

Por otro lado, los agentes económicos no han dado pruebas de que su comportamiento seguía el que los creadores y propulsores de las hipótesis sobre las expectativas racionales, como Lucas, Sargent y Prescott esperaban que fuese. Ante unos tipos de interés tan bajos y mantenidos durante tanto tiempo, lo lógico es que la respuesta de unos agentes económicamente racionales hubiese sido la de aumentar sus expectativas de una mayor inflación y de unos mayores tipos de interés futuros, y lógicamente se hubiesen endeudado en menor medida de lo que lo han hecho. Sin embargo, las familias americanas han optado por seguir tomando créditos para consumir más, para invertir en productos financieros o para comprar una nueva vivienda hasta conseguir llegar a tener algo insólito, como una tasa de ahorro negativa, acelerando así la burbuja de activos financieros y reales.

Octavo. Problema importante de fallo del mercado es el de aquellos bancos que no han gestionado su riesgo de forma correcta y suficiente. Unas veces, como se ha señalado más arriba, por la presión de sus accionistas para conseguir un retorno más elevado sobre su capital, otras veces por el sistema de remuneración

de sus ejecutivos, que incitaba a la toma de mayor riesgo, y otras, porque sus ejecutivos pensaban que su financiación iba a continuar siendo barata a largo plazo, ya que los tipos de interés continuarían siendo bajos.

Sin embargo, también han mostrado la enorme debilidad que tiene la metodología dominante para medir el riesgo basada en el *value at risk*, o *VaR*, ya que sólo mide los efectos sobre una entidad financiera aislada de un acontecimiento extraordinario en un período corto de tiempo. Ahora bien, esta forma de medir el riesgo no funciona cuando éste es sistémico, es decir, cuando está en riesgo la estabilidad de todo el sistema bancario o financiero. De ahí que haya que encontrar otros sistemas de medición que tengan en cuenta la probabilidad de que esto ocurra.

Por eso, los economistas Adrian y Brunnermeier han propuesto una nueva medida, el *CoVaR* que es un *VaR* condicionado al de los demás bancos, ya que toma en consideración los rebosamientos y externalidades de riesgos entre bancos que pueden llevar a movimientos en espiral del riesgo. Si un banco grande o un grupo de bancos necesitan reducir su balance y desapalancarse vendiendo activos, esto puede tener un efecto negativo sobre los precios del mercado que puede forzar a que otros bancos tengan también que hacerlo, lo que lleva a muchos más, y al final la mayoría se ve forzado a hacerlo, produciéndose un proceso de retroalimentación positiva hasta que se produce una fuerte contracción del crédito, que es lo que hay que evitar a toda costa por sus efectos negativos sobre el conjunto de la economía.

Asimismo, las pruebas de esfuerzo, o *stress test*, deben hacerse teniendo en cuenta la probabilidad de un riesgo sistémico para

que sean más realistas. Por ejemplo, en esta crisis financiera hubo un momento en que todos los mercados se tornaron ilíquidos y todos los riesgos se correlacionaron, con lo que los beneficios de la diversificación se esfumaron. Muchas coberturas dejaron de funcionar, como la de utilizar un bono y un CDS colateralizado: normalmente, si la empresa parece que va a suspender pagos, el precio de su bono cae y el de su CDS sube, y si embargo ambos cayeron a la vez por falta de liquidez.

Asimismo, se ha exagerado en la utilización de sistemas de gestión de riesgos excesivamente sofisticados y complejos, con lo que sólo se consigue perder transparencia y hacer cada vez más difícil detectar errores, ya que se da una creciente dependencia de los supuestos, con lo que aumenta la probabilidad de que alguno sea erróneo. Una buena gestión de riesgos empieza con las reglas básicas de sentido común y de prudencia, y no con modelos complejos transferidos de la física que trata de la materia, y que nunca pueden aplicarse a la condición humana.

Otro problema detectado en la gestión del riesgo es que, ante la presión de los accionistas y de los analistas para que los bancos consigan un mayor retorno por acción, el riesgo cada vez tiende a pagarse mejor, con lo que las actividades de toma de riesgo estarán mejor pagadas y atraerán un mayor nivel de talento; en consecuencia, los que toman riesgo pasan a dominar a los que lo controlan, con lo que la eficiencia de estos últimos se reducirá, ya que los que controlan el riesgo deben siempre saber tanto como aquellos que lo toman. El resultado final es un mayor riesgo, un menor control de éste y mayores probabilidades de tener problemas de solvencia futura.

Noveno. Otro fallo de mercado, y también regulatorio, ha sido el enorme desarrollo de los mercados bilaterales, u *over the counter* (OTC), de derivados, tanto los de tipos de interés como los de divisas y los de crédito, que han llegado a alcanzar volúmenes desconocidos históricamente. A mediados de 2008, de un total de valor nominal de todos los mercados de derivados de 700 billones (europeos) de dólares, el 86 por 100 eran OTC, con 600 billones de dólares, y sólo 100 billones eran los contratados en mercados organizados y regulados, como el Chicago Mercantile Exchange (CME) en Estados Unidos o el Liffe en Europa. Estos mercados OTC, a diferencia de los demás mercados de acciones, de bonos y de futuros, no están regulados ni tienen un sistema central de riesgo de contrapartida, lo que hace que puedan tener problemas graves de impago en caso de una crisis profunda.

El mercado de *CDS* (*credit default swaps*), en el que se aseguran los inversores de bonos o los acreedores de un crédito de su riesgo de impago, ha llegado a tener 63 billones de dólares de valor nominal, cifra superior a los 57 billones de dólares de PIB mundial, aunque no son cifras comparables, ya que la primera es un *stock* y la segunda es un flujo anual. Este mercado funciona con un agente A que vende protección a otro B, que compra protección contra una caída del *rating*, una reestructuración o un impago de un crédito o un bono de un determinado país o empresa, a cambio de un honorario.

El problema que han tenido estos mercados de *CDS* es que han ido pasando de un mercado de venta y compra de protección —en el que el primero tiene un bono o un

crédito sobre el que quiere protegerse en caso de impago y el segundo está dispuesto a darle dicha protección porque tiene la cobertura contraria, o porque considera que el honorario que recibe es adecuado— a otro mercado de pura especulación, en el que ninguno de los dos posee ningún activo del que protegerse y sólo apuestan a que un impago o «evento de crédito», como se dice en su jerga, suceda o no. Este mercado no tiene nada que ver con un mercado de seguro tradicional, ya que el que vende protección no tiene la obligación de tener requisitos de capital, como los aseguradores, y además al comprador de protección le es muy difícil conocer el riesgo de contrapartida del vendedor de protección, mientras que en el caso del asegurador es una empresa regulada.

Además, este mercado ha pasado de vender y comprar protección de simples bonos y créditos a vehículos de inversión (SIV) y a productos estructurados, como ABS, MBS y CDO, de los que la información es mucho menos cierta, y finalmente a ser sólo un mercado mayoritariamente de apuestas sobre eventos de crédito futuros en los que ni el comprador ni el vendedor de protección sean propietarios de ninguno de los activos que se contratan. La quiebra de Lehman fue el momento decisivo para probar la eficiencia de este mercado y deshilar la maraña de contrapartidas que resultaron de sus impagos.

Por todas estas razones, los reguladores han decidido que tienen que tener la misma infraestructura que los mercados de futuros regulados, es decir, un sistema centralizado de compensación de contrapartidas (CCP) para que, en todo momento, se conozcan los pasivos potenciales de ca-

da participante en el mercado. Esta cámara de compensación y liquidación centralizada asume el riesgo de contrapartida de los participantes en todos los contratos y lo hace público, obligando a los participantes a que lo garanticen aportando a un fondo centralizado para hacer frente a los impagos. Además, las posiciones netas de cada uno de los participantes se conocen en todo momento y deben de ser inmediatamente cubiertas por un colateral que las garantice.

Décimo. Un último fallo regulatorio ha sido la aprobación del sistema de Basilea II. Las dos novedades de este sistema han sido que los requisitos de capital han pasado a depender del riesgo ponderado o ajustado, ya que Basilea I discriminaba muy poco el riesgo y su peso relativo para determinar su requisito mínimo de capital, establecido en el 8 por 100 del total de sus activos. En Basilea II, la gestión del riesgo se encomienda a los mismos bancos, en el caso de que sean lo suficientemente grandes como para poder costear la construcción de modelos internos muy sofisticados para la medición y ponderación de sus riesgos (aunque estos modelos tengan que ser aprobados previamente por su supervisor), y a las agencias de *rating*, en el caso de los bancos más pequeños que no puedan incurrir en los elevados costes de tener dichos modelos internos y de aplicarlos.

Es decir, paradójicamente, Basilea II deja que los mismos bancos grandes, muchos de los cuales han mostrado una deficiente gestión interna de su riesgo, se encarguen de calcular su propio riesgo y de determinar sus propios requisitos de capital y que las agencias de *rating*, que han fallado estrepitosamente en su calificación de los productos estructu-

rados y luego tóxicos, se ocupen de calcular y ponderar el riesgo de los bancos medianos y pequeños. Tras su entrada en vigor, se ha llegado a la paradoja de que bancos que con Basilea I tenían que tener un 8 por 100 de capital sobre sus activos totales han conseguido, con Basilea II, tener sólo un 4 por 100 de dichos activos ajustados por su riesgo, al ser calculado éste por ellos mismos, lo que les permitía apalancarse, en lugar de 12,5 veces su capital, 25 veces.

Finalmente, Basilea II no logra reducir el carácter tan procíclico del sistema financiero, que hace que crezca en exceso el crédito en las fases expansivas del ciclo, que es cuando menos se necesita para que el crecimiento se mantenga dentro de sus tasas potenciales, y que lo haga muy poco en las fases recesivas del mismo, que es cuando más se necesita para suavizar la recesión. Lo que conviene es que Basilea II exija relativamente mayores requisitos de capital en las fases expansivas del ciclo, que es cuando menos se necesita que crezca el crédito, y relativamente menores requisitos de capital en las fases recesivas, que es cuando más crédito se necesita para suavizar la recesión. Con ello puede evitarse el problema actual, en el que la fuerte contracción del crédito magnifica la recesión, y evitar que el crédito se dispare en las fases expansivas del ciclo, acelerándolas en exceso.

Once. El último fallo que ha sido detectado en esta crisis financiera es la importancia de los bancos sistémicos, a los que no puede dejárseles caer, ya que pueden volver a producir una crisis sistémica nacional y también global con consecuencias económicas muy graves para el conjunto de la economía mundial. Los bancos grandes y sistémicos, que saben que en caso de llegar a tener pro-

blemas de solvencia van a ser salvados, tienen un incentivo a tomar mayores riesgos que un banco pequeño o mediano, que sabe que puede quebrar y que, si esto ocurre, nadie va a salvarlo.

El problema de estos bancos es muy diferente del de los bancos que pueden llegar a ser demasiado grandes para poder ser salvados por los contribuyentes de su país de origen, pero que no son sistémicos para el resto del sistema bancario mundial. Estos bancos necesitan ser salvados, ya que el coste de que caigan es muy superior al de tener que salvarlos.

Es decir, existen bancos grandes que no son sistémicos y otros que sí lo son. Los primeros son bancos comerciales que mayoritariamente dan créditos al por menor o a pequeñas y medianas empresas y cuyos clientes grandes al por mayor son sólo las empresas grandes y bien conocidas de los países en los que están ubicados, que tienen la mayor parte de sus activos cubiertos por depósitos, que no están apalancados más allá de sus requisitos mínimos de capital, que no tienen *SIV* y *conduits* fuera de balance, que no tienen grandes posiciones en el interbancario a corto plazo ni tampoco en los mercados de derivados, salvo por cuenta de sus clientes, que sus posiciones de tesorería son normales, que no especulan con posiciones propietarias y que su presencia internacional está basada en filiales con su propio capital y reservas propias que financian en cada mercado y bajo el control de su regulador y supervisor nacional.

Lo peor que puede pasarle a un país es tener pocos bancos, muy grandes y universales, y que además sean globales, que estén muy especializados en la banca al por mayor y en la banca de inversión, y que además estén mayori-

tariamente financiados en los mercados, y no con depósitos.

Éstas son las razones por las cuales no puede aplicarse el mismo tratamiento a unos bancos demasiado grandes y a otros que son muy diferentes. La idea de que este tipo de bancos deben tener todos ellos unos mayores requisitos mínimos de capital regulatorio no sería equitativa, ya que unos tienen mayores niveles de riesgo que otros y, por lo tanto, mayores probabilidades de tener que ser rescatados por el Estado con cargo a los contribuyentes que los que tienen menores niveles de riesgo y además éste está más diversificado. Esta distinción de niveles de riesgo, y por lo tanto de niveles de capital regulatorio, tendría que ser llevada a cabo por el banco central, su supervisor, que es el que mejor puede apreciar sus niveles de riesgo.

Otra propuesta alternativa, más de mercado, es que cada banco de estas características, además de mantener sus niveles mínimos normales de capital regulatorio, tendría que emitir deuda subordinada, no garantizada y a diez años, por un porcentaje variable del total de sus activos, lo que impone una mayor disciplina en dichos bancos, ya que los que la compren serán los últimos en cobrar y harán todo lo posible para que el banco no incurra en riesgos. Otra disciplina más fácil de aplicar es determinar que sus acreedores tengan la obligación de convertir su deuda en capital si éste se acerca a cero.

También se ha propuesto que estos bancos pongan suficiente colateral en forma de capital para asegurar toda su deuda y, cada vez que baja el precio de los activos subyacentes, medido por el correspondiente aumento del precio de su crédito o de su CDS, sus accio-

nistas recibirán una llamada al margen por la diferencia y tendrán que aportar nuevo capital.

Otra alternativa ha sido la idea de un seguro contingente del Estado, que se obliga a inyectar capital en caso de una crisis a cambio de una prima de seguro anual. Otra propuesta es que el banco central emita unas garantías de seguro del balance de dichos ban-

cos que sean transferibles y que puedan cotizar en un mercado. Cada una de estas garantías da el derecho a su propietario a una garantía por parte del banco central a todos los activos durante una crisis sistémica. Finalmente, también se ha propuesto que los gestores de estos bancos envíen cada año a su principal regulador y supervisor un plan explicando cómo van a hacer frente a una po-

tencial quiebra, y este plan debe de ser puesto al día y refinado cada año.

En definitiva, hay que encontrar una solución a este serio problema, pero debe hacerse de forma claramente diferenciada, teniendo en cuenta en cada banco al que se aplique su nivel de riesgo, de interconexión y de globalidad, y su grado de riesgo sistémico.

Resumen

Este artículo revisa la motivación y el contenido de las principales iniciativas de reforma regulatoria que están siendo discutidas en el ámbito de los mercados financieros. En particular, se evalúan algunas de las reformas previstas en los principios de información financiera y la regulación de las agencias de *rating*. Al mismo tiempo, se enfatiza la necesidad de avanzar más decididamente en la revisión de la normativa europea que regula la transparencia en los mercados de capitales. Finalmente, se apoya, en general, la reciente propuesta de la Comisión Europea para reformar la organización de la supervisión europea, si bien se señalan algunas áreas en las que cabrían mejoras.

Palabras clave: crisis financiera, reforma regulatoria, supervisión europea.

Abstract

This article reviews the motivation and content of the main initiatives of the regulatory reform which are being discussed in the financial markets environment. Specifically, the article examines some of the reforms in the rating agencies' regulation and financial information. At the same time, it emphasizes the necessity to advance more decisively in the revision of the European Norms which regulate capital markets' transparency. Finally, it supports the recent European Commission proposal to reform the organization of the European supervision, although it points out some areas in which improvements could be made.

Key words: Financial crisis, regulatory reform, european supervision.

JEL classification: G01, G18.

LAS IMPLICACIONES REGULATORIAS DE LA CRISIS FINANCIERA

Montserrat MARTÍNEZ PARERA

Fernando RESTOY LOZANO

Comisión Nacional del Mercado de Valores

I. INTRODUCCIÓN

TRANSCURRIDOS más de dos años desde el comienzo de la primera crisis financiera del siglo XXI, son bien conocidos los aspectos que derivaron en la recesión más severa de las principales economías desde la Segunda Guerra Mundial. La crisis de las hipotecas de alto riesgo americana, originada en un contexto de condiciones monetarias y financieras muy laxas, desencadenó una profunda reevaluación del riesgo global con importantes efectos en los principales mercados internacionales. El deterioro de las expectativas y la rápida traslación de los efectos al conjunto de las economías provocaron la quiebra de múltiples instituciones y la necesidad de fusiones y reestructuraciones. El deterioro sufrido por el sistema financiero global generó una crisis generalizada de confianza que perturbó el flujo del crédito y abatió las decisiones de consumo e inversión, sumiendo a la economía mundial en un ciclo depresivo muy intenso.

Las autoridades públicas reaccionaron, en general, con rapidez para recuperar la confianza en el sistema financiero. Con mayor o menor grado de coordinación internacional, se concretaron medidas para mitigar los efectos más adversos de la crisis en el corto plazo, a la vez que se inició el camino para definir una profunda revisión de la regulación financiera que restaurara la confianza y minimizara la probabilidad de

aparición de crisis similares en el futuro.

En este proceso, se ha evidenciado la ausencia de herramientas analíticas suficientemente sólidas no sólo para prevenir la crisis, sino también para predecir sus consecuencias macroeconómicas. Esto ha llevado a algunos críticos (1) a cuestionar las hipótesis utilizadas en los modelos macroeconómicos y, en especial, el comportamiento optimizador de los agentes basado en sus expectativas racionales.

De hecho, resulta incuestionable que los modelos macroeconómicos disponibles no están, en general, diseñados para evaluar los efectos de perturbaciones extremas en el sistema financiero. Los modelos estocásticos de equilibrio general al uso incorporan una rica variedad de rigideces reales y nominales en los mercados de bienes y de trabajo. Sin embargo, no han logrado incluir suficientes fricciones realistas en el funcionamiento de los mercados financieros o en el comportamiento de los flujos de crédito. Dicho esto, romper el supuesto de racionalidad no parece que sea la mejor manera de intentar comprender los desarrollos recientes y, por lo tanto, de perfeccionar los modelos. Ello implicaría asumir que los agentes ignoran sistemáticamente información relevante o la procesan de un modo sistemáticamente inadecuado para sus intereses.

Más productivo resulta preguntarse si existen rasgos en el entor-

no institucional o normativo que impulsen a los agentes a adoptar decisiones racionales que resulten poco compatibles con la estabilidad financiera. De hecho, si algo se ha constatado en los últimos meses es que gran parte de la inestabilidad observada en el sistema financiero está ligada a pautas de comportamiento propiciadas por la ausencia de información fiable sobre contrapartidas o productos financieros, a la laxitud general de la normativa prudencial y a las oportunidades de arbitraje regulatorio, que han incentivado un proceso desordenado de innovación financiera. En otras palabras, la reciente crisis puede entenderse como el resultado de externalidades negativas del comportamiento racional de los agentes individuales que el marco regulatorio no sólo no ha sido capaz de prevenir, sino que, en ocasiones, ha podido propiciar.

En este contexto, resultan prometedoras las iniciativas adoptadas en diversos foros internacionales para perfeccionar las normas que rigen el funcionamiento del sistema financiero internacional (2). Muchos de estos trabajos caen, lógicamente, dentro de la órbita de la regulación prudencial y están siendo acometidos, en su mayor parte, por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria. Entre ellos, cabe destacar la ampliación del perímetro de entidades reguladas para incluir entidades no bancarias de naturaleza sistémica, el ajuste al alza de los requisitos de capital asociados a la cartera de negociación de las entidades, la reevaluación del riesgo de contrapartida en operaciones con derivados o la introducción de mecanismos que mitiguen los efectos procíclicos de la regulación actual.

Al mismo tiempo, una parte esencial de las reformas propues-

tas afectan a las normas de conducta que regulan la actividad en los mercados financieros. Éstas van dirigidas, fundamentalmente, a mejorar la información disponible para todos los agentes participantes y, por esta vía, a facilitar el funcionamiento ordenado de los mercados, lo que constituye un ingrediente esencial de la estabilidad financiera. Entre ellas se encuentran las normas que afectan a la información suministrada sobre la situación de las entidades emisoras, la naturaleza de los productos intercambiados y las condiciones en los mercados. Asimismo, en este ámbito, cabe incluir la profunda revisión en marcha sobre el régimen regulatorio de las agencias de calificación crediticia.

Finalmente, un tercer ámbito relevante de reflexión es el de la organización de la supervisión. La crisis ha probado que no todos los sistemas supervisores se han mostrado igualmente eficaces para la prevención y la gestión de las crisis. Además, los acontecimientos han constatado algunas deficiencias en los mecanismos de regulación y de cooperación entre supervisores europeos, cuya revisión parece pertinente.

En el presente artículo, se reflexiona sobre las principales vías de reforma regulatoria en el ámbito de los mercados financieros y en el de la organización de la supervisión financiera. Para ello, el artículo se estructura de la siguiente forma: el apartado II se centra en las reformas regulatorias en marcha sobre la información financiera de las entidades emisoras; el III analiza la transparencia sobre mercados; el IV evalúa las reformas en marcha sobre la regulación de las agencias de *rating*; el V analiza los cambios previstos en el diseño institucional de los organismos supervisores y sus li-

mitaciones. El artículo se cierra con un apartado de conclusiones.

II. REFORMA DE LOS PRINCIPIOS DE INFORMACIÓN FINANCIERA

El debate sobre la reforma de los estándares contables ha estado muy influenciado por la preocupación de las autoridades públicas sobre la situación económica y financiera de las instituciones de todo el mundo, y por la posibilidad de que los principios contables estuvieran ejerciendo una presión adicional sobre las mismas. En este sentido, el propio G-20 instó a las autoridades contables a revisar los estándares establecidos, con el objetivo de reducir su prociclicidad, y a coordinarse con los supervisores prudenciales.

No es inusual que el debate sobre los principios contables adquiera especial intensidad en situaciones de dificultades para el sistema financiero. De hecho, las principales reformas de los estándares contables han sido implementadas a raíz de la experiencia obtenida en periodos de inestabilidad financiera. No obstante, las reformas acometidas han experimentado movimientos pendulares a lo largo del tiempo, lo que ha evidenciado la debilidad de la normativa contable como instrumento para mitigar con carácter general los riesgos de solvencia de las entidades, o para prevenir episodios de inestabilidad financiera (3).

En este sentido, en el debate se pierde a menudo la referencia de lo que se supone que debe ser el objetivo de los estándares contables: facilitar que los participantes en el mercado dispongan de información fiable de la realidad económica de las compañías. Ello implica que la contabilidad no debe ser

utilizada como una herramienta de política prudencial, si bien puede y debe contribuir a la estabilidad financiera favoreciendo un nivel adecuado de transparencia en los mercados financieros. De hecho, el acceso por parte de los inversores a unos estados financieros de calidad, fiables y comparables es un elemento esencial para mantener el buen funcionamiento de los mercados, lo que, a su vez, constituye un ingrediente esencial de la estabilidad del sistema.

El debate se ha centrado, sobre todo, en la aplicación del concepto de valor razonable como criterio de medición de una parte de los activos y pasivos de las entidades (4). En ocasiones, se ha defendido que este criterio agudiza las crisis, al hacer depender en exceso los balances y los resultados de los bancos de las turbulencias en los mercados. No obstante, el efecto de la aplicación del concepto de valor razonable sobre las cuentas de las entidades financieras parece haberse sobreestimado.

A partir de las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre las pérdidas de las entidades financieras para el periodo 2007-2010, publicadas en el Informe de Estabilidad Financiera de abril de 2009, es posible obtener una estimación del porcentaje de pérdidas de las entidades que puede atribuirse a la aplicación del concepto de valor razonable. Según estos datos, alrededor de tres cuartas partes del total de las pérdidas provienen de la materialización del riesgo de crédito, siendo el resto atribuible al deterioro de las condiciones de mercado. Esto es, la mayor parte de las pérdidas totales que las entidades financieras reportan no están relacionadas con la aplicación del valor razonable, pues el deterioro debido al riesgo de crédito

se refleja también en los activos medidos a coste amortizado. Si se realizara el mismo ejercicio con las últimas estimaciones del FMI publicadas en octubre, el efecto sería aún menor. Estas conclusiones se mantienen si las estimaciones se realizan a partir de datos que el Banco Central Europeo (BCE) recopila para las entidades financieras de la zona euro (5).

Por ello, resulta impreciso achacar a los principios de información financiera una responsabilidad excesiva en el deterioro de la situación patrimonial de las entidades financieras. Ahora bien, el debate ha permitido detectar áreas en las que es posible introducir algunas mejoras en la aplicación del concepto de valor razonable. En particular, se ha comprobado que el poder informativo de este criterio de medición depende de las características de los instrumentos y de los mercados en los que se negocian, o podrían negociarse, así como de la forma en que dichos instrumentos son gestionados. Así pues, tiene sentido mantener un sistema de atributo mixto de medición según el cual el valor razonable sea, sobre todo, aplicado a instrumentos de renta variable o a otros instrumentos que la empresa gestiona sobre la base de la evolución de su precio de mercado. Por el contrario, el criterio de coste podría utilizarse en préstamos u otros instrumentos de deuda que la empresa normalmente gestiona sobre la base de los flujos de caja que generan.

En todo caso, tal y como muestra la evidencia comentada, la reforma de los principios contables que resulta más relevante no es tanto el perfeccionamiento de los criterios de aplicación del valor razonable como la revisión del sistema de identificación del deterioro por riesgo de crédito (pro-

visiones) de los activos medidos a coste. Actualmente, las entidades deben reconocer el deterioro de los préstamos comerciales y otros instrumentos financieros a partir de un modelo de pérdida incurrida. De este modo, la información financiera no recoge ninguna estimación sobre la evolución prevista del deterioro, a pesar de que ésta constituye una pieza esencial del modelo de gestión de riesgo de las entidades. La transición de los estándares contables desde un modelo de pérdida incurrida a uno de pérdida esperada para la estimación del deterioro de los activos beneficiaría la transparencia de los estados financieros (6). Sería, por tanto, un avance importante en la mejora de la información a los inversores con independencia de que, además, permitiría suavizar la volatilidad de la cuenta de resultados de las entidades, lo que facilitaría el trabajo del supervisor prudencial.

El International Accounting Standards Board (IASB), organismo encargado de elaborar las normas contables internacionales, ha presentado un proyecto de revisión de los estándares de gran alcance que aborda las principales deficiencias detectadas en la aplicación de las normas.

En concreto, la propuesta de reforma publicada en julio de 2009 se organiza en tres fases. La primera, que está actualmente ultimándose, proporcionará nuevos criterios para la clasificación y valoración de los instrumentos financieros, con el objetivo de simplificar la tipología y de revisar la aplicación del concepto de valor razonable. La segunda fase del proyecto revisará las normas de deterioro de los activos financieros, reemplazando el modelo de pérdida incurrida actual por un modelo de pérdida esperada. La tercera fase, por último, aborda-

rá cuestiones relacionadas con la contabilidad de las coberturas. El proyecto parece así incorporar reformas que deben contribuir a mejorar la calidad de la información que suministran las entidades financieras.

La reforma, no obstante, no está exenta de algunos riesgos. Por una parte, el proyecto debe acometerse en un horizonte temporal muy corto. En particular, con objeto de que el acuerdo que se alcance con la revisión de los estándares resultantes de la primera fase pueda ser aplicado por las entidades que así lo deseen en los estados financieros anuales de 2009 (7), el proceso de consulta pública ha sido muy breve. Ello genera riesgos sobre su coherencia técnica y su adecuada aplicación por parte de las entidades que aplican las normas internacionales de contabilidad en más de un centenar de jurisdicciones. Por otra parte, al no haberse podido coordinar el proceso de revisión con la autoridad contable estadounidense (FASB), el proyecto del IASB añade incertidumbre sobre el proceso de convergencia internacional de los principios contables.

III. TRANSPARENCIA DE MERCADOS

La crisis ha evidenciado que una parte importante de las transacciones financieras realizadas transcurren al margen de los mercados organizados. Ello ocasiona que los participantes no dispongan de información suficiente sobre los términos en los que se producen las transacciones, lo que dificulta la gestión del riesgo y las prácticas de valoración. Al mismo tiempo, los mercados *over the counter* (OTC) han expuesto a las entidades participantes a un riesgo considerable de contrapartida

que, al materializarse, ha producido efectos desestabilizadores de amplio alcance. Ello está propiciando la aparición de iniciativas que promuevan la utilización de cámaras de contrapartida central para algunos productos que son típicamente negociados OTC, como los derivados de crédito.

Sin embargo, resulta también preciso reforzar la transparencia de algunos mercados regulados. Así, mientras que los mercados de renta variable deben cumplir requisitos exigentes de información sobre los términos de las transacciones, los estándares de transparencia en otros mercados son habitualmente mucho menores. En Europa, estas diferencias son explícitas en los requisitos establecidos por la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MIFID) para los mercados de renta variable, consistentes en el suministro de información, con carácter general, sobre precios y volúmenes de cada transacción.

Estos requisitos no son exigidos por la regulación europea en el caso de los mercados de renta fija y derivados. Los principales argumentos utilizados en el pasado para no generalizar estas obligaciones han sido la posible reducción de la liquidez y la elevación de los costes de las transacciones. Sin embargo, estos efectos adversos no han sido todavía fehacientemente probados por la literatura académica (8). Por otra parte, la experiencia de la crisis ha cambiado los términos del debate, al constatarse que han sido precisamente los mercados financieros menos transparentes —como los de renta fija privada y derivados— los que mayores problemas de liquidez y profundidad han mostrado.

Incluso dentro de los mercados de renta variable, una parte creciente de la negociación se está

canalizando mediante operativas que aprovechan las excepciones a las obligaciones de transparencia que permite la MIFID. Éste es el caso de los *dark pools of liquidity* para operaciones de elevado volumen o de las operaciones en sistemas multilaterales de negociación a precios públicos generados en otras plataformas. Asimismo, se observa que una parte cada vez más relevante de las transacciones son conducidas a través de *OTC crossing networks*, que permiten eludir las obligaciones de transparencia.

De este modo, procede una profunda revisión de la legislación europea en materia de transparencia de las transacciones. En particular, resulta preciso estudiar la extensión de los requisitos de transparencia más allá de los mercados de renta variable, y aumentar su eficacia revisando las excepciones actuales y cortocircuitando los canales de elusión de las obligaciones de información. La revisión de la MIFID, prevista para los próximos meses, es una buena oportunidad para acometer estas reformas.

IV. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

Las agencias calificadoras de riesgo de crédito desempeñan un importante papel en los mercados de capitales, al reducir los problemas de asimetría de información entre demandantes y oferentes de fondos. Las calificaciones que emiten ofrecen a los inversores opiniones sobre la probabilidad de los emisores o prestatarios de cumplir con sus obligaciones financieras. Los inversores, por sí solos, difícilmente podrían llegar a formarse opiniones tan fundamentadas. La falta de información en algunas ocasiones y, principalmente, la

complejidad de las estimaciones que requieren las calificaciones, tanto en tiempo como en conocimientos, son los principales aspectos que otorgan valor a éstas. Adicionalmente, el desarrollo de nuevos productos financieros, por una parte, y el creciente uso de las calificaciones como elementos de la regulación financiera, por otra, han aumentado el protagonismo de las agencias de *rating* en los últimos años.

El inicio de la crisis financiera en el mercado de hipotecas de alto riesgo estadounidense y su posterior diseminación por el mercado situaron a las agencias de *rating* en el epicentro de la crisis, al evidenciarse su incapacidad para prever el deterioro en la calidad de los productos estructurados e instrumentos de deuda de entidades financieras y cuestionarse la fiabilidad de sus *ratings*. El sistema propició una confianza excesiva en las agencias de *rating* por parte de los usuarios y desincentivó el seguimiento de los riesgos subyacentes por parte de las entidades. Aspectos como el riesgo de liquidez o la tasa de recuperación en el caso de fallidos, que acabaron por resultar determinantes en la mayor parte de los casos, habían quedado relegados a un segundo plano.

Los problemas del sector de las agencias de *rating* son bien conocidos desde hace tiempo. En primer lugar, existe un importante problema de agencia en la medida en que los ingresos de las agencias provienen de los emisores a los que califican, lo que cuestiona la calidad de los *ratings*, que puede verse afectada por el deseo de la agencia de complacer al emisor (captura del calificador) (9). En ocasiones, además, las agencias también ofrecen servicios de asesoramiento sobre la estructura o empaquetamiento de los instru-

mentos a calificar, habitual en las titulizaciones, recibiendo además ingresos por ambos servicios. En segundo lugar, al formalizarse el pago al final del servicio, se incentiva que el emisor escoja entre las distintas agencias a aquella cuyo *rating* más le favorezca, a la vez que la agencia puede favorecer al emisor que la escoge entre el resto de los calificadores (*rating shopping*). Por otra parte, existen importantes barreras de entrada, tanto en términos de recursos como reputacionales, que limitan la competencia. El sector es prácticamente oligopolístico, ya que tres grandes agencias de *rating* cubren casi el 95 por 100 del mercado, lo que reduce los incentivos a que las agencias se doten de los medios adecuados para el desarrollo de su trabajo. Por último, la falta de información y de transparencia en el sector aumenta las dudas sobre la validez de la metodología utilizada por las agencias.

Históricamente, la industria de las agencias de *rating* siempre ha defendido que el sector toma las medidas necesarias para reducir los posibles conflictos de interés. A su vez, se argumenta que los elevados costes reputacionales a los que se enfrentan si no ofrecen una calificación adecuada de los productos y emisores es el mejor instrumento de control de la calidad. No obstante, la reputación no es siempre una herramienta suficiente para garantizar el buen funcionamiento del mercado. De hecho, la crisis ha permitido constatar definitivamente que la autorregulación del sector, basada en el cumplimiento del Código de Conducta de IOSCO (10), y los tímidos avances regulatorios llevados a cabo en los últimos años, como el establecimiento de un sistema de registro en Estados Unidos bajo el control de la Securities and Exchange Commission (SEC), no han sido su-

ficientes para solucionar los problemas de las agencias.

Actualmente, existen en todo el mundo varias iniciativas en marcha para fortalecer la regulación del régimen de registro y supervisión de las agencias. En concreto, en la Unión Europea (UE), el Reglamento del Parlamento y del Consejo Europeo sobre agencias de *rating* en Europa, que entrará en vigor en noviembre de 2009, establece que las agencias calificadoras de la UE que quieran emitir un *rating* en el territorio de ésta deberán estar registradas ante la autoridad competente de la Unión. La solicitud de registro deberá realizarse entre los meses de abril y julio de 2010. Las agencias de países fuera de la UE que quieran que sus *ratings* puedan ser utilizados en ésta para fines regulatorios deberán también someterse al Reglamento, para lo que se han establecido unos procedimientos de refrendo y de certificación (11).

Los principales aspectos del Reglamento son los siguientes. Por una parte, se incluyen normas destinadas a mejorar la independencia y evitar los conflictos de interés del sector. Para ello, se detallan requisitos organizativos, como la composición del consejo de administración o las características en términos de conocimiento y experiencia que deben tener los empleados, y se establecen, a su vez, importantes requisitos operativos, como los que limitan la actividad de las agencias de *rating* a la emisión de calificaciones, esto es, no se permite que éstas presten al mismo tiempo servicios de consultoría o asesoramiento. Asimismo, las agencias deberán tomar medidas para evitar situaciones en las que el emisor solicite calificaciones preliminares a diversas agencias para poder identificar a la que más le favorezca (*rating shopping*). El Reglamento hace

frente así a algunos de los principales problemas organizativos del sector.

Por otra parte, el Reglamento detalla importantes requisitos de transparencia destinados a mejorar la calidad de los *ratings*. Las agencias deberán informar sobre la metodología, los modelos y las hipótesis que utilicen en sus estimaciones, así como proporcionar otras comunicaciones periódicas sobre sus actividades. De este modo, los usuarios tendrán la posibilidad de revisar las calificaciones y se reducirán los problemas de asimetrías de información, siguiendo la práctica iniciada con el Código de Conducta de IOSCO. Los requisitos de transparencia también afectan a las publicaciones de los *ratings*, donde, entre otros, las agencias deberán distinguir los *ratings* sobre instrumentos financieros estructurados de los del resto de instrumentos usando un símbolo adicional.

Finalmente, uno de los elementos más relevantes y complejos ha sido el diseño institucional de la función de supervisión de dichas agencias. El diseño final que se concreta en el Reglamento, necesariamente de consenso, presenta una estructura algo compleja, pues asigna poderes a las autoridades nacionales, pero también al resto de supervisores nacionales de la UE a través de la figura de colegios de supervisores, así como al Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR).

En concreto, el Reglamento atribuye formalmente a las autoridades competentes del Estado de origen, esto es, el país donde la agencia tenga su domicilio social, el registro y supervisión de las agencias. De este modo, si la agencia de *rating* tuviera el domicilio en España, la CNMV ejercería las funciones de registro y super-

visión de dicha agencia. Al mismo tiempo, las decisiones que adopte la autoridad nacional competente deben ser consensuadas por un colegio de supervisores, que será integrado por todos los supervisores nacionales donde la agencia tenga un domicilio social adicional, así como por los supervisores que así lo deseen en función, por ejemplo, del uso de los *ratings* de la agencia en cuestión en el país. El CESR mantiene un papel de coordinación y mediación en caso de conflicto, si bien las decisiones finales deberán implementarse a nivel nacional.

Las limitaciones de este modelo de supervisión son reconocidas en el propio Reglamento, que le otorga un carácter temporal y prevé la revisión de su funcionamiento en un plazo breve de tiempo. De hecho, el Reglamento establece que el modelo deberá adaptarse a los cambios en el diseño institucional de la supervisión en la UE, derivados del Informe De Larosière, que transformará los actuales comités de nivel 3, entre los que se incluye CESR, en nuevas autoridades supervisoras previsiblemente con funciones específicas para el caso de las agencias de *rating*.

En definitiva, si bien la nueva regulación de las agencias de *rating* en Europa es un avance importante para mejorar la integridad, fiabilidad y transparencia de su actividad —pues se abordan aspectos claves para la reducción de los conflictos de interés—, el mecanismo colegiado de supervisión que prevé la normativa resulta muy complejo. Por otra parte, dado el ámbito global de actuación de las principales agencias, parece indispensable reforzar la cooperación supervisora a escala internacional y caminar lo más rápido posible hacia la convergencia regulatoria.

En todo caso, la regulación directa de las agencias constituye una condición necesaria, pero no suficiente, para corregir los errores que la crisis ha evidenciado. Así, los *ratings* no son un sustituto, sino sólo un complemento, de las labores de análisis que los intermediarios e inversores deben realizar del riesgo de los productos ofertados. Por otra parte, la regulación financiera debe acotar adecuadamente el uso de los *ratings* como indicador de riesgo, con el fin de no contribuir a la percepción de que éstos constituyen un indicador suficiente de la calidad de los activos.

V. NUEVO DISEÑO INSTITUCIONAL DE LA SUPERVISIÓN FINANCIERA

Uno de los aspectos por los que se recordará la actual crisis es por impulsar importantes reformas en el diseño y organización de las instituciones y organismos supervisores, tanto en el ámbito nacional (12) como en el internacional. La necesidad de adecuarse a la nueva realidad de los mercados y las críticas que han suscitado la gestión y la resolución de la crisis, en la que la presencia de grupos transfronterizos supone un reto para los supervisores, son algunos de los elementos que subyacen en las reformas que se están llevando a cabo.

Las principales lecciones de la crisis, en términos de la organización institucional de la supervisión financiera, pueden resumirse en las siguientes.

En primer lugar, la supervisión microeconómica debe abandonar definitivamente el tradicional enfoque sectorial que establece fronteras entre los distintos sectores (banca, seguros y mercados de va-

lores) que actualmente han desaparecido. Las tendencias recientes apuntan hacia la adopción de una división funcional que distinga entre la supervisión prudencial (o micro-prudencial) y la supervisión de normas de conducta (ya sea de los agentes o de protección de los inversores), independientemente del tipo de entidad que opere en el mercado. Dichas funciones pueden asignarse a distintas autoridades supervisoras, siguiendo un enfoque de modelo *twin peaks* (13), o unificarlas en un único supervisor, el denominado modelo de supervisor único, como sucede en el Reino Unido con la Financial Securities Authority (FSA).

En segundo lugar, es necesario reforzar la supervisión macro-prudencial, entendida como aquella encargada de la preservación de la estabilidad del sistema en su conjunto mediante el oportuno seguimiento de sus riesgos (14).

En tercer lugar, la supervisión de las normas de conducta y del comportamiento de los agentes en los mercados financieros adquiere una importancia creciente en la medida en que gran parte de los fallos detectados tienen su origen en fallos de regulación microeconómicos, generados por asimetrías informativas y problemas de agencia. Los supervisores de normas de conducta, por tanto, deben participar en el seguimiento de la estabilidad del sistema, facilitando información regular sobre prácticas de los agentes y funcionamiento de los mercados de valores, y reforzar la difusión de información al mercado con el objetivo de reducir asimetrías y mantener la confianza en el sistema.

Finalmente, es conveniente prestar atención a los mecanismos de coordinación e intercambio de

información entre los distintos supervisores. Así, la supervisión micro-prudencial presenta claras sinergias positivas con la supervisión macro-prudencial. Por el contrario, la supervisión prudencial y la de conductas pueden, en ocasiones, generar conflictos de interés, lo que proporciona argumentos para asignar estas tareas a dos instituciones distintas, de acuerdo con el modelo *twin peaks* (Gil y Segura, 2007). La asignación a un banco central de responsabilidades supervisoras puede, en principio, presentar inconvenientes por el posible conflicto de intereses con la instrumentación de la política monetaria y los posibles riesgos de contagio de pérdidas reputacionales. No obstante, la experiencia reciente parece sugerir que estos conflictos son de menor relevancia que las sinergias que puede generar la asignación a una sola institución, el banco central, de las labores de gestión de la liquidez y de la supervisión macro y micro-prudencial.

Estas consideraciones explican los planes recientemente anunciados, aunque con un grado de detalle diverso, por las autoridades de diversos países europeos —entre los que se encuentran Alemania, Francia y Bélgica— para adoptar un esquema de organización de la supervisión cercano al modelo *twin peaks*.

El acuerdo alcanzado en la Comisión Europea para la reforma de la supervisión financiera es un hito importante en el proceso de integración. Dicha reforma ha sido diseñada sobre la base de las recomendaciones del informe De Larosière (2009), encargado por la Comisión Europea en noviembre de 2008 con el objetivo de fortalecer el sistema establecido.

Tras constatar las carencias y fallos del sistema, el informe De

Larosière propone afianzar la coordinación de las normas y prácticas supervisoras, a través de la creación de autoridades supervisoras europeas (ESA), y defiende la creación de un órgano a escala europea para la supervisión del riesgo del sistema en su conjunto. La Comisión Europea (CE), que adoptó la mayor parte de las propuestas del informe, propuso un calendario acelerado para la reforma de la supervisión, con el objetivo de que el nuevo marco supervisor pudiera estar operativo durante el transcurso de 2010. En particular, la creación de las nuevas autoridades europeas a partir de los actuales comités de nivel 3, que el informe situaba en una segunda fase, se abordará desde el principio, integrándola con el resto de modificaciones previstas.

Simplificando, la reforma supervisoras establece dos grandes pilares para la supervisión en Europa. Por una parte, se propone la creación de un European Systemic Risk Council (ESRC), que vigilará y evaluará los riesgos para la estabilidad del sistema que se puedan derivar de la política macroeconómica y de la evolución financiera en su conjunto, evitando la fragmentación actual de la supervisión macro-prudencial. A su vez, contará con un sistema de alerta temprana y la posibilidad de emitir recomendaciones de actuación. El ESRC, que funcionará con la participación directa del BCE, otorga a los bancos centrales un papel protagonista en la institución, al contar con la presencia de los gobernadores de los 27 estados miembros de la UE y del Presidente del BCE. Por otra parte, con el objetivo de disponer de la información microeconómica necesaria para el seguimiento de los riesgos, los presidentes de las nuevas autoridades europeas de supervisión (ESA), además de la propia CE, se integrarán también en el ESRC.

Finalmente, participarán también como observadores en las sesiones del ESRC un alto representante de los supervisores nacionales que acompañará a los gobernadores de los bancos centrales, pudiendo éste rotar en función de los asuntos a tratar en el orden del día, así como el Presidente del Comité Económico y Financiero.

Al mismo tiempo, se prevé la formación del European System of Financial Supervisors (ESFS), como red que integrará a las tres nuevas autoridades de supervisión sectoriales europeas creadas a partir de los actuales comités de nivel 3 de Lamfalussy (CEBS, CESR y CEIOPS) para los ámbitos de banca, valores y seguros europeos. La supervisión de las entidades individuales, con la probable excepción de las agencias de *rating*, se mantiene en las autoridades nacionales. Sin embargo, las nuevas autoridades emitirán normas técnicas vinculantes, tendrán poderes de mediación y coordinarán la actuación de los colegios de supervisores.

El proyecto de la CE no está exento de algunas limitaciones que deben ser corregidas en el proceso de discusión ya iniciado en el ámbito del Consejo de la UE, y que próximamente tendrá lugar en el Parlamento Europeo. En primer lugar, será conveniente asegurar la independencia de las nuevas autoridades de los poderes políticos, estableciendo mecanismos de autonomía funcional y económica similares a aquellos de los que disfrutaban la mayor parte de las autoridades supervisoras nacionales.

En segundo lugar, la reforma requiere un complejo equilibrio entre las competencias nacionales y las europeas en el ámbito supervisor y en de la gestión de crisis. Así, las implicaciones que en

ocasiones tiene la actuación de los supervisores sobre la política fiscal de cada jurisdicción puede dificultar el desarrollo de los mecanismos previstos de coordinación. En todo caso, el funcionamiento de las nuevas autoridades en los primeros años será clave para delimitar las fronteras de poderes.

En tercer lugar, la reforma mantiene el tradicional enfoque sectorial de supervisión en Europa, herencia de los antiguos comités de Lamfalussy de nivel 3. La CE elude así posicionarse sobre el mejor modelo de supervisión financiera, y prefiere mantener las estructuras existentes. En este aspecto, la CE no incorpora las sugerencias del informe De Larosière, en la cual se señalaba que, antes de que transcurran tres años desde el inicio del funcionamiento del nuevo sistema, debería considerarse su evolución hacia un modelo de supervisión de dos autoridades, del tipo *twin peaks* (15).

VI. CONSIDERACIONES FINALES

En este artículo, se ha puesto de manifiesto que la crisis financiera iniciada en el verano de 2007 es, sobre todo, el resultado de deficiencias regulatorias que afectan tanto al ámbito prudencial como a las normas que rigen el funcionamiento de los mercados.

Las imperfecciones de la regulación financiera responden a diversos tipos de factores. Entre ellos se encuentran la infravaloración en las normas prudenciales de riesgos relevantes —como son los riesgos de mercado, contrapartida o liquidez— y de la importancia sistémica de entidades no bancarias. Sin embargo, una buena parte de los errores procede de una confianza excesiva en el po-

der disciplinador de los mercados y de los mecanismos reputacionales, lo que justificaba el escaso control de los procesos de innovación financiera y la promoción de la autorregulación.

De este modo, las reformas precisas no sólo atañen al control del riesgo, sino a la restauración de un sistema de incentivos que favorezca que el comportamiento individual de los agentes no genere dificultades para el mantenimiento de la estabilidad financiera. No sólo se requiere reforzar los mecanismos existentes en el sistema financiero para impedir la quiebra de entidades sistémicas, sino también controlar las innovaciones espurias, tan sólo impulsadas por el arbitraje regulatorio, y sobre todo lograr que en los mercados se eliminen asimetrías informativas que perturben la adecuada toma de decisiones por parte de los agentes. Por ello, muchas de las actuaciones públicas que resultan necesarias no tienen como objetivo restringir la operativa de los mercados, sino más bien establecer las condiciones para que el libre funcionamiento de éstos no perturbe su estabilidad.

Con todo, el principal reto que tienen las autoridades financieras es lograr que la nueva regulación no agudice los problemas de riesgo moral que sus intervenciones han generado de modo inevitable. Ello implica buscar fórmulas para limitar las repercusiones sociales de las crisis de entidades concretas y, como mínimo, impedir que las garantías implícitas de apoyo público generen incentivos perversos en la gestión de las entidades financieras.

NOTAS

(1) Paul Krugman ha definido los modelos macroeconómicos de los últimos años como «spectacularly useless at best and positively harmful at worst». Charles Goodhart, por

su parte, se ha referido a los modelos estocásticos de equilibrio general (DSGE) como aquellos que «*it excludes everything I am interested in*».

(2) Entre ellos, cabe citar la reforma financiera del Tesoro estadounidense, diversas comunicaciones del Consejo de la UE o los informes del Foro (ahora Consejo) de Estabilidad Financiera (FSB), empezando por el *Enhancing Market and Institutional Resilience* y del propio Fondo Monetario Internacional (FMI). Por otra parte, en las cumbres de países del G-20 en Washington y, después, en Londres se definieron medidas destinadas a incrementar la transparencia, mejorar la integridad de los mercados financieros y reforzar los mecanismos de cooperación internacional.

(3) Ver SEC (2008) para más detalles sobre el contexto histórico de aplicación del concepto de valor razonable.

(4) Ver RESTOY (2008) para una descripción más pormenorizada del debate sobre el valor razonable.

(5) Para más detalles, ver el recuadro «Pérdidas de las entidades financieras como consecuencia de la crisis y efecto del concepto contable de valor razonable», en CNMV (2009).

(6) Curiosamente, el modelo de pérdida esperada implica un tratamiento para los instrumentos que actualmente están medidos a coste más próximo al concepto de valor razonable.

(7) La aplicación de los estándares revisados será obligatoria a partir de 2012.

(8) Véanse, por ejemplo, DUNNE *et al.* (2006) o EDWARDS *et al.* (2007)

(9) Históricamente, los ingresos de las agencias provenían de los inversores o usuarios de los *ratings*, pero los elevados costes de aplicación y las dificultades para evitar los problemas de *free rider* motivaron el cambio. Actualmente, el carácter público de los *ratings* hace inviable recuperar el sistema.

(10) International Organization of Securities Commission (IOSCO).

(11) Ver, para más detalles, GARCÍA y RUIZ (2009).

(12) Cabe señalar en este sentido la reforma presentada en Estados Unidos o los avances realizados en países como Francia.

(13) Modelo introducido por M. Taylor en 1995, en el cual la prestación de servicios financieros y actividades desarrolladas en los mercados de valores se engloban bajo el supervisor de conductas, mientras el supervisor prudencial controla la actividad interna de las entidades y su solvencia.

(14) Ver, por ejemplo, el informe del Tesoro estadounidense (US Treasury Department, 2009).

(15) Recomendación nº 24 del informe DE LAROSIÈRE.

BIBLIOGRAFÍA

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES —CNMV— (2009), «Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas», *Boletín de la CNMV*, trimestre III

DE LAROSIÈRE (2009), *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU report*, elabo-

rado por el Grupo presidido por Jaques de Larosière por encargo de la Comisión Europea, y presentado el 25 de febrero de 2009.

DUNNE, P.; MOORE, M., y PORTES, R. (2006), *European Government Bond Markets: Transparency, Liquidity, Efficiency*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), mayo.

EDWARDS, A.; HARRIS, L., y PIWOWAR, M. (2007), «Corporate bond market transaction costs and transparency», *The Journal of Finance*, vol. 62, n.º 3, junio.

GARCÍA, R.; RUIZ DEL POZO, J. (2009), «Agencias de *rating*: análisis de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo», *Boletín de la CNMV*, trimestre I, Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

GIL, G., y SEGURA J. (2007), «La supervisión financiera: situación actual y temas para debate», *Estabilidad Financiera*, n.º 12, Banco de España.

RESTOY, F. (2008), «The sub-prime crisis: some lessons for financial supervisors», *Monografía n.º 31*, Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

SEC (2008), «SEC's congressionally mandated study on mark-to-market accounting», *Special Studies*, Securities Exchange Commission (SEC).

US TREASURY DEPARTMENT (2009), *Financial Regulatory Reform. A new Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, The Department of the Treasury of the United States, junio.

LA REFORMA DEL SISTEMA EUROPEO DE SUPERVISIÓN FINANCIERA: SITUACIÓN ACTUAL Y CUESTIONES PENDIENTES

José PÉREZ

Presidente de INTERMONEY

La experiencia reciente ha evidenciado un conjunto de debilidades muy significativas de las estructuras de supervisión financiera en la Unión Europea, que subrayan su falta de ordenación con la realidad de unos mercados estrechamente conectados entre sí, con factores de riesgo comunes y un peso creciente de los grandes conglomerados que desarrollan sus negocios más allá de las fronteras nacionales, en distintos países de la Unión. En este sentido, entre otros problemas, la crisis financiera ha venido a poner de relieve, por una parte, las nuevas dimensiones del riesgo sistémico; por otra parte, las carencias de coordinación y cooperación de una supervisión financiera que descansa básica o exclusivamente en supervisores nacionales, y, en fin, las graves consecuencias de un arbitraje regulatorio facilitado por la fragmentación de las normas y la falta de unos estándares comunes de supervisión, con el peligro subsiguiente de degradación competitiva de estos estándares hacia los niveles más bajos.

Las recomendaciones del Grupo Larosière tratan de abordar estos problemas mediante una proposición de reforma de la arquitectura institucional de la supervisión financiera europea, que fue asumida por la Comisión y comunicada al Consejo Europeo de primavera celebrado el pasado mes de marzo. Estas recomendaciones del Grupo se enmarcan, no obstante, en un conjunto más completo de propuestas, en el bien entendido de que las políticas de estabilidad, la regulación, la supervisión financiera y, en fin, la gestión y la resolución de crisis son elementos íntimamente relacionados, aunque conceptual y operativamente puedan ser separables.

Es evidente que la supervisión falla si lo hace la regulación; esta última carece de eficacia sin aquella; una buena supervisión, dotada de capacidad y autoridad suficiente, suple ciertas carencias de regulación; una regulación excelente no mitiga las deficiencias de supervisión, y, a falta de unas políticas de estabilidad bien concebidas y ejecutadas, las regulaciones y supervisiones financieras sólo pueden ayudar a administrar y reducir los costes de las crisis

sistémicas mediante su mejor conocimiento de la situación y perspectivas de las entidades, y mediante unas adecuadas medidas prudenciales de carácter preventivo.

Por otro lado, y en relación con el tema que nos concierne, conviene subrayar que cualquier regulación y supervisión financiera de dimensión europea verá menoscabada su eficiencia si carece de unos procedimientos de pronta actuación correctora y de tratamiento y resolución de crisis con la misma dimensión, o que al menos armonicen los distintos esquemas nacionales de los miembros de la Unión. Los avances en la arquitectura institucional de la supervisión habrán de estar, por tanto, pautados por los que se produzcan en el ámbito de la gestión y resolución de crisis y, consiguientemente, en las estructuras y capacidades de los fondos de garantía de depósitos. Sin un progreso decidido en estos terrenos de la gestión y resolución de crisis y de su adecuada coordinación, los perfeccionamientos de la supervisión europea y de sus capacidades de prevención y coordinación serán, en buena medida, fútiles en casos de crisis sistémicas de dimensión equivalente a la vivida recientemente.

I. EL PROYECTO DE ARQUITECTURA DE LA SUPERVISIÓN FINANCIERA ELABORADO POR LA COMISIÓN EUROPEA

Tras las comunicaciones y consultas posteriores de la Comisión Europea realizadas en los meses de mayo y julio pasados y la recomendación subsiguiente del Consejo Europeo del mes de junio, la Comisión Europea ha presentado cuatro propuestas de reglamentos comunitarios para instituir, por un lado, el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, enfocado a velar prudencialmente por la estabilidad del conjunto del sistema financiero de la UE, y para establecer, por otro lado, tres autoridades europeas de supervisión de carácter sectorial —banca (EBA), mercados de valores (ESMA) y seguros y pensiones (EIOPA)— que, junto a los supervisores nacionales, integrarán el Sistema Europeo de Supervisores Financieros. Es-

te último, que asumirá la supervisión individual de las instituciones, conductas y mercados en la Unión Europea, se constituirá como una red que funcionará en tandem con los supervisores nacionales, de modo que, por una parte, combine las ventajas de una estructura de alcance europeo que tiene como garantes a dichas autoridades y, por otra, proporcione la experiencia, proximidad, conocimiento y continuidad de los actuales supervisores nacionales para el mejor ejercicio regular, día a día, de las labores de vigilancia y control.

Estos proyectos de reglamentos comunitarios establecen, asimismo, un marco de coordinación adecuado entre las tres autoridades de supervisión, entre éstas y el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y, en fin, entre estos dos grandes bloques de la arquitectura de supervisión europea y la Comisión o los estado miembros.

Con ello se entra en la fase final —discusión y aprobación— de un proceso de reforma iniciado con la constitución del Grupo De Larosière, cuyo informe fue presentado el 25 de febrero y del que se recogen estas propuestas fundamentales sobre una nueva arquitectura institucional para la supervisión financiera europea.

El *Consejo Europeo de Riesgo Sistémico* (ESRB) es una institución nueva cuyo papel esencial es la de identificar los riesgos sistémicos, y prevenir y mitigar su impacto sobre el sistema financiero europeo. Formarán parte de sus órganos de gobierno los gobernadores de los bancos centrales de la Unión y los presidentes de las autoridades europeas de supervisión (ESA). Para desempeñar sus tareas y cumplir sus objetivos, el ESRB desarrollará un sistema de alertas y elaborará las recomendaciones oportunas para promover prontamente las actuaciones correspondientes, de modo que se evite que tomen cuerpo dichos riesgos y se prevengan crisis generalizadas en el sistema. Las recomendaciones del ESRB no serán vinculantes, pero exigirán un: «actúa en consecuencia o explica por qué no lo haces». Las recomendaciones podrán hacerse públicas si razonadamente resulta necesario desde una perspectiva de coste y beneficio, y, sean públicas o privadas, estarán dirigidas a las autoridades correspondientes: autoridades europeas de supervisión, estados miembros y supervisores nacionales. Todas las llamadas de atención y las recomendaciones serán canalizadas a través del Consejo Europeo, o a través de las autoridades europeas de supervisión cuando se dirijan a los supervisores nacionales. La coordinación estará, por otra parte, asegurada por la presencia cruzada en los consejos de gobierno de ESRB y ESA de sus presidentes.

Para el desempeño de sus tareas, el ESRB dispondrá de la información necesaria: obtenida en primera instancia del ECB y de las ESA y, en segunda instancia, de las autoridades nacionales. Esta información se dará básicamente en forma resumida y adecuadamente agregada, es decir no individualizada, excepto en casos que se justifique debidamente por la dimensión sistémica de las entidades.

El ESRB es un organismo europeo que se crea al amparo del art. 95 del Tratado, y no tiene poderes vinculantes, sino de «persuasión», basados en una *autoritas* técnica y moral. Tendrá como soporte de secretariado al ECB, lo que enlaza perfectamente con el art. 105 del Tratado. Este carácter es el más adecuado a sus funciones y tareas, de modo que no se injere en la supervisión y logra implicar plenamente a los bancos centrales en los objetivos y tareas de estabilidad financiera, y organizativamente se adecua a los objetivos perseguidos sin necesidad de reforma del Tratado. Sus funciones y tareas han de abordarse con una perspectiva agregada que englobe de forma integral al conjunto del sistema financiero —banca, mercados y seguros— y a sus diversas infraestructuras —centrales de contrapartida, cámaras de compensación, procedimientos de liquidación y sistemas de pagos, entre otras—, de modo que contemple todas las ramificaciones sistémicas de unas actividades, negocios y mercados estrechamente conectados entre sí.

No parece que haya discrepancias significativas respecto a esta propuesta de Reglamento, y su estructura de gobierno cumple con los objetivos planteados y con la necesidad de que ejerza sus tareas para el conjunto de la UE y del sistema financiero. Así que la propuesta logrará una pronta puesta en marcha.

La otra pieza fundamental de la reforma es el *Sistema Europeo de Supervisores Financieros* que, como ya he señalado, funcionará en red, teniendo como eje las tres autoridades sectoriales antes mencionadas —EBA, ESMA y EIOPA— para banca, valores y seguros.

Éstas asumirán las tareas de los actuales comités de supervisores (niveles 3), pero ampliarán muy significativamente sus potestades con responsabilidades adicionales y poderes legales bien definidos, que darán carácter vinculante a sus actuaciones.

Entre estas tareas y poderes estarán los de:

a) *Desarrollar unos estándares técnicos comunes* a los supervisores nacionales, de modo que se disponga de un sólo manual de reglas y directrices de supervisión. Estos estándares, en cuanto que impli-

quen desarrollos técnicos de la normativa comunitaria, habrán de ser sancionados, de acuerdo con el Tratado de la UE, por la Comisión en forma de reglamentos o decisiones que les doten de efectos legales directos. Esta tarea, de carácter fundamentalmente técnico, es de crucial importancia para establecer unas prácticas supervisoras armónicas y para garantizar una convergencia hacia «las mejores cotas».

b) *Contribuir a una aplicación coherente de la legislación comunitaria.* Para ello, las autoridades europeas de supervisión, en el ámbito del ejercicio de sus funciones, tendrán capacidad de iniciativa para investigar cualquier violación o falta de aplicación de la normativa comunitaria correspondiente al ejercicio de sus funciones, y para hacer llegar a las autoridades nacionales correspondientes las propuestas correctoras oportunas. En primera instancia, mediante recomendaciones. Éstas darían paso, en segunda instancia, a los requerimientos consiguientes —emitidos como opiniones formales— de la Comisión en caso de incumplimiento de las recomendaciones. En determinado momento se planteó la posibilidad de que en situaciones excepcionales tasadas, y como recurso de última instancia, las autoridades europeas de supervisión pudieran actuar directamente sobre las entidades supervisadas mediante una aplicación directa de las normas comunitarias. Éste ha sido, sin duda, un punto polémico. Para algunos, sin estos poderes disuasorios (de aplicación directa de la norma en última instancia) no cabría pensar en que se llegase a una aplicación uniforme de las prácticas supervisoras; y, desde luego, no cabe duda de que una instancia técnica independiente facilitará la evaluación de la adecuada transposición nacional de las normas comunitarias. Sin embargo, para otros, ello hubiera supuesto una amenaza para las competencias nacionales y una fuente potencial de conflictos, que erosionaría la autoridad de los supervisores nacionales abriendo un camino de litigios espurios. Ha constituido, así, uno de los puntos más controvertidos de la propuesta, que ha quedado resuelto en el proceso de discusión y aprobación de los reglamentos correspondientes mediante el equilibrio y la ponderación oportunos, dotando finalmente a las ESA de las capacidades necesarias, sin que ello implique la actuación directa sobre las entidades supervisadas.

c) *Desempeñar un papel de coordinación activa en las situaciones de emergencia que pongan en peligro el funcionamiento ordenado y la integridad del sistema.* Cuando la coordinación no sea suficiente, las autoridades de supervisión europea deberán

de disponer de poderes y capacidades vinculantes para asegurar una adecuada actuación conjunta; muy especialmente cuando los supervisores nacionales no dispongan de herramientas suficientes para la solución de crisis que afectan a entidades operando en varios países. Esta capacidad es de gran importancia, y exigirá el desarrollo de un esquema europeo de gestión y resolución de crisis que otorgue un papel muy relevante a las ESA. Este papel de coordinación activa se hace absolutamente necesario para resolver fallos y debilidades claramente puestos de relieve en la crisis reciente, en la que se ha hecho manifiesto, con ejemplos muy notables, que la coordinación de las autoridades nacionales sobre la base del acuerdo unánime es imposible y que ello puede conducir a situaciones caóticas, que alimentan la incertidumbre de los mercados en dichas circunstancias de emergencia.

d) *Dirimir las discrepancias entre los supervisores nacionales,* especialmente en aquellos casos en que la normativa requiere la cooperación, coordinación o actuación conjunta de estos supervisores. Los mecanismos a emplear irían desde la fase de conciliación a la solución vinculante por las autoridades europeas de supervisión. La dirimencia de la disputa procede sólo si se trata de cuestiones significativas que afectan a la protección de los depositantes e inversores cuando se suministran servicios a través de las fronteras en varios países, o cuando se ve en peligro la estabilidad financiera. Sin una capacidad vinculante que permita resolver en última instancia, el papel de las autoridades de supervisión europeas se vería profundamente erosionado; ya hemos visto suficientemente los límites de las actuaciones no vinculantes de los comités de supervisores (niveles 3). Este poder vinculante no debiera de implicar ninguna capacidad de actuación directa sobre las entidades supervisadas, que lo son por los supervisores nacionales.

e) *Contribuir a un funcionamiento eficiente y coherente de los colegios de supervisores* en cuanto que instituciones fundamentales de la supervisión de las entidades que operan en varios países. A estos efectos, las autoridades europeas de supervisión estarán presentes como observadores en todos los colegios. Conviene subrayar que los colegios de supervisores no pueden ni deben diluir las responsabilidades de los supervisores correspondientes —país de origen o de acogida—, sino facilitar un adecuado ejercicio de la supervisión en base consolidada. En definitiva, son los supervisores nacionales los que ejercen los deberes de control, vigilancia y pronta actuación correctora, y los que tienen la responsabilidad consiguiente para poner en marcha las actuaciones de gestión y resolución

de crisis. Los colegios deben facilitar los procesos necesarios de información, comunicación y coordinación, aunque la supervisión no sea en sí misma colegiada. Así, la presencia de las autoridades europeas de supervisión en los colegios cobra especial importancia para asegurar la coherencia y eficiencia en el ejercicio de la función supervisora de los grupos que desarrollan su actividad en varios países de la Unión, y para asegurar la aplicación de unos estándares homogéneos a lo ancho de esta.

f) *Promover la confianza y la cooperación entre los supervisores nacionales* mediante la formación de una «cultura» compartida que, apoyada en unos estándares comunes, facilite la delegación de tareas y responsabilidades entre los supervisores nacionales. Ello requiere equilibrio, tiempo y, sobre todo, potestades como las antes expuestas; sin éstas, no habría ningún avance significativo hacia un sistema integrado de supervisión en Europa. Con todo, siendo clave, esta confianza y cooperación no puede basarse sólo en la buena voluntad y la generosidad mutua, y requerirá del ejercicio activo de unas autoridades europeas de supervisión dotadas de capacidades y poderes suficientes.

g) *Asegurar una relación adecuada con el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico* que vele por la interacción requerida entre supervisión macro y micro prudencial, y facilitar la *relación con las autoridades supervisoras de terceros países*

h) *Desarrollar un sistema central de información* que facilite la coordinación de los supervisores nacionales y una evaluación adecuada de las tendencias, riesgos potenciales y vulnerabilidades de las instituciones financieras europeas de banca, valores y seguros.

i) *El ejercicio directo de la supervisión en infraestructuras específicamente identificadas y concretamente tasadas como de ámbito europeo*; éste es el caso particular de la supervisión de las agencias de calificación crediticia por la ESMA. Ello implica que habrán de incorporarse otras infraestructuras de mercado en el futuro cuando así lo disponga la normativa comunitaria —como pudiera ser el caso de las centrales de contrapartida de riesgos—, pero no la supervisión directa de las entidades (*crossborder*) que operan en varios países, en cuanto que ello iría contra la normativa básica de la Unión.

La cláusula última de salvaguarda de todo lo anterior (en cuanto que tareas y poderes de las ESA) es que las actuaciones de las autoridades no comprometan las responsabilidades fiscales que residen en los estados miembros.

Como puede apreciarse, los puntos más controvertibles de las propuestas, sobre los que aún no se ha alcanzado acuerdo, y que necesitarán probablemente de algunas revisiones y cautelas, son los que se refieren a la posibilidad de que las autoridades de supervisión europeas actúen directamente sobre las entidades supervisadas, en determinadas circunstancias específicas, para asegurar la aplicación uniforme de la normativa comunitaria o para asegurar la coordinación en circunstancias críticas.

II. ¿RECOGEN ESTOS PROYECTOS DE REGULACIONES EUROPEAS LAS CONCLUSIONES DEL INFORME LAROSIÈRE? ¿VAN MÁS ALLÁ EN ALGUNOS ASPECTOS?

Voy a enumerar una larga lista de principios utilizados en la elaboración de las propuestas del Grupo Larosière que debiera cumplir la nueva arquitectura de supervisión europea. A estos efectos de chequeo, entiendo que el nuevo sistema debiera de estar presidido por:

1. La *eficacia*, en cuanto que el sistema debe disponer de capacidades suficientes para promover la estabilidad financiera, asegurar prontas actuaciones preventivas y correctoras por los supervisores y velar por un campo de actuación común de éstos.

2. La *eficiencia*, en cuanto a conseguir una convergencia real y una coordinación fluida en las actuaciones de los supervisores, especialmente con los grandes conglomerados que operan en varios países.

3. La *calidad*, en términos que aseguren un proceso de avance hacia los mejores estándares y prácticas supervisoras. La crisis ha puesto de manifiesto, no sólo problemas de coordinación, sino de necesidad de mejorar la calidad de la supervisión.

4. La *coherencia de la estructura de supervisión con las redes de seguridad* (i.e. esquemas de garantía de depósitos) e instituciones de gestión y resolución de crisis, en términos responsabilidad y rendición de cuentas en la asignación de tareas. Hay, en este sentido, una necesidad inaplazable de progresar en la armonización de esquemas de fondos de garantía, la batería de instrumentos para una actuación temprana, la gestión coordinada de las crisis y el reparto de las cargas, que deben recaer fundamentalmente sobre las entidades supervisadas. Temas fundamentales que actualmente están abiertos en una agenda de trabajo acelerada.

5. La *independencia* del sistema frente a presiones políticas indebidas, a escala nacional y comunitaria. Ello significa que se debe de disponer mandatos claros, recursos suficientes y poderes y tareas bien definidas, aceptando sin embargo que cuando hay dinero del contribuyente en juego se hace necesaria la implicación política correspondiente.

6. El *alcance*, en cuanto que el sistema de supervisión europeo debe de ser completo cubriendo todos los sectores y funciones (prudencial, conducta y mercados).

7. La *inclusiva* del conjunto de la UE, y no sólo de un grupo de países como pudieran ser los de la zona euro.

8. La *subsidiariedad*, de modo que sólo aquello que se hace de modo más efectivo en el ámbito de la Unión es hecho por las autoridades europeas de supervisión, y la ejecución cotidiana debe por ello ser conducida en los ámbitos de los estados miembros por la mayor proximidad a las instituciones y mercados, y sin intrusiones indebidas que erosionen la autoridad del supervisor responsable.

9. La *neutralidad*, con respecto a las actuales estructuras nacionales de supervisión financiera.

10. La *compatibilidad global*, en la medida en que la UE se desenvuelve en unos mercados globalizados; de modo que se asegure coherencia, eficacia y eficiencia en el entorno comunitario, al tiempo que se vela por una mejor coordinación y cierta convergencia internacional.

11. La *continuidad*, en cuanto que el nuevo sistema se ha de construir sobre el existente, reduciendo los riesgos de saltos y vacíos institucionales.

12. La *rendición de cuentas*, en cuanto que las nuevas autoridades deben de ser responsables ante las más altas instancias comunitarias, de modo que refuercen su legitimación y como contrapartida de su independencia.

En conjunto, las propuestas de reglamentos, como las realizadas por el Grupo Larosière, atienden a estos principios, salvo en algunos de los aspectos polémicos subrayados en el apartado anterior, relativos a la capacidad de actuación directa de las autoridades europeas de supervisión sobre las entidades supervisadas por las autoridades nacionales.

Conviene subrayar que la razón de las propuestas está en las debilidades y carencias de la super-

visión financiera europea puestas de manifiesto por la reciente crisis.

Éstas no han sido solo fallos de coordinación, sino de calidad del ejercicio de las funciones de supervisión: por carencias de recursos, débil definición de responsabilidades y «bajas cotas» en las prácticas supervisoras.

La crisis ha puesto de manifiesto un fuerte desajuste entre la evolución del sistema financiero y las estructuras de supervisión. Este desajuste lo es especialmente por la mayor interconexión y complejidad de las entidades financieras, por el fuerte avance hacia un modelo «banca mercados» y porque los bancos centrales han dejado de atender en buena medida, durante el periodo precedente, sus responsabilidades con la estabilidad financiera.

El ejercicio de la función supervisora se ha visto además erosionado por la propia presión general hacia regulaciones suaves, que se asientan sobre principios de eficiencia de los mercados, contención y capacidad de control interno de los supervisados y capacidad de corrección de la disciplina de los mercados que se han sido falsados.

Por encima de todo, han existido carencias muy notables de herramientas de prevención y disciplina, de prontas actuaciones correctoras y de unos esquemas adecuados de gestión y resolución de crisis. Sin un marco de regulación y unos esquemas eficientes de gestión y resolución de crisis es imposible disponer de una supervisión financiera eficaz y eficiente.

En definitiva, la supervisión no es respuesta suficiente: regulación, supervisión y resolución de crisis son conceptualmente separables, pero indisolublemente interdependientes.

III. CUESTIONES PENDIENTES

A tenor de lo expuesto, no cabe duda de que la cuestión pendiente más importante es la de contar con una estructura europea armonizada de gestión y resolución de crisis que facilite la pronta actuación correctora de los supervisores y minimice los costes para el erario público. Los costes de las crisis bancarias han de recaer exclusivamente sobre las entidades, y el sector público sólo debe actuar para facilitar, en su caso, puentes de financiación cuando se producen graves fallos de mercado.

Resumen

La crisis financiera actual surge, entre otras cosas, como resultado de una expansión del crédito cuya magnitud no es soportable por el sistema económico. Dicha perturbación financiera de notable envergadura, iniciada en el verano de 2007, presenta una duración, impacto socio-económico y resultados finales desconocidos. Son diversos los factores que han inducido a una mayor intensidad de los comportamientos gregarios, y al aumento de la frecuencia e importancia de las crisis financieras. Los gobiernos y los bancos centrales intentan conducir y suavizar el proceso para evitar un estallido, siendo de gran trascendencia el hecho de que el esfuerzo regulador ha considerado exclusivamente el riesgo microeconómico, sin tener en cuenta el riesgo cada vez mayor de una crisis sistémica como la actual.

Palabras clave: crisis, sistema financiero, perspectiva histórica, regulación.

Abstract

The former financial crisis arises, within other things, as a result for the credit expansion, which size is not to be withstood by the economic system. Such financial disruption, initiated in the summer of 2007 and noticeable for its magnitude, presents an uncertain duration, socioeconomic impact, and final outcome. There are several factors that have induced to a higher intensity in the gregarious behavior, and to an increase on the frequency and the importance of financial crises. Governments and Central Banks are trying to conduct and soften the process to avoid an explosion, becoming especially transcendent the fact that the regulatory effort has considered exclusively microeconomic risk, without taking into account the higher risk of a systemic crisis like the present one.

Key words: crisis, financial system, perspective historical, regulation.

JEL classification: E32, G00, G28.

LA CRISIS FINANCIERA. UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Antonio TORRERO MAÑAS

Universidad de Alcalá

Mucho se ha escrito sobre pánicos y manías, mucho más de lo que con el más esclarecido intelecto somos capaces de seguir o imaginar; pero una cosa sí que es cierta: que en determinadas épocas un montón de gente estúpida tiene un montón de estúpido dinero... A intervalos, por causas que no hacen al propósito actual, el dinero de esas personas (el capital ciego del país, como lo llamamos) es particularmente dilatado e insaciable; busca ser devorado por alguien y se produce una "plétora"; encuentra a alguien y se produce una "especulación"; es devorado y se produce el "pánico".
W. Bagehot, Ensayo sobre Edward Gibbon citado por Kindleberger (1989: 17)

Hay una diferencia cardinal entre la banca y otros tipos de negocios; se deben correr muchos menos riesgos en la banca que en el comercio, y también se deben tomar muchas más precauciones. En los negocios ordinarios, el comerciante puede añadir al precio de coste de los artículos que vende una gran utilidad mercantil, digamos del 10 al 15 por 100; pero el banquero tiene que contentarse con el interés del dinero, que en Inglaterra no es mayor del 5 por 100 en promedio. Por tanto, el negocio de un banquero no puede resistir tantas cuentas incobrables como el de un comerciante, y debe mostrar una cautela más grande para escoger a sus prestatarios.
W. Bagehot, *Lombard Street*... (1873: 141).

I. CAMBIOS EN LAS IDEAS SOBRE LAS FINANZAS

MUY recientemente (26 de julio de 2009) Samuelson señalaba que había que volver a los mayores de 94 años (él nació en 1915) para poder entender algo de la crisis financiera actual. He seguido en esto su consejo y recurro a Bagehot, el legendario editor de *The Economist* y autor de *Lombard Street*, para encabezar este trabajo.

Pido comprensión por lo puntilloso que seré con el tiempo, no en el sentido de Marshall, que lo consideraba la variable esencial, sino en el cronológico, tratando de ser preciso en cuanto al momento. Mucho me temo que será en lo único que sea preciso. Me explicaré.

Los numerosísimos analistas de la crisis financiera actual tienen

buen cuidado en precisar la fecha en la que realizan su análisis, y se pronuncian sobre asuntos tan delicados como la duración de la crisis, su impacto en la economía o sus consecuencias sobre la regulación o supervisión financiera. Tienen buenas razones para hacerlo. Estamos inmersos en una perturbación financiera de gran calado que se inició en el verano de 2007; no conocemos su duración ni su impacto socio-económico, ni tampoco sus resultados finales.

Tanta incertidumbre debería inducir a la prudencia. Me apresuro a señalar que preparo este trabajo en el verano del 2009, cuando se cumple el segundo año de la crisis, y lo hago con los conocimientos y la perspectiva que tengo en este momento.

Los economistas no sabemos demasiado de las reacciones de los mercados financieros, por de-

cirlo con suavidad; de las crisis financieras, aún menos; y nuestra capacidad de predecirlas es notoriamente nula. Es comprensible que las personas sin formación económica denuncien la incapacidad de previsión como prueba de ineptitud, pero los economistas profesionales tenemos conciencia de la precariedad de nuestro conocimiento para intentar la predicción, sobre todo en materia financiera.

Mancur Olson (2000: 22) señaló respecto a nuestra capacidad de anticipar el futuro:

Si bien a algunos se les dan peor las profecías que a otros, no hay nadie capaz de hacer predicciones generales y fiables con regularidad. Sin embargo, toda inversión implica algún tipo de predicción, implícita o explícita. Una economía moderna es un sistema maravillosamente complejo que converge continuamente hacia un equilibrio general. Pero nunca consigue llegar a éste porque se enfrenta incesantemente a nuevas oportunidades y conmociones. Si ni siquiera hay información suficiente para calcular con detalle o precisión la situación presente de una economía, menos aún será posible calcular su posición futura.

Por eso, continúa el economista norteamericano, las decisiones en economía abarcan un amplio espectro, y como se tiene conciencia de lo precario de los fundamentos, las sociedades avanzadas son tolerantes respecto a los errores y fracasos empresariales. Lo esencial es que se adviertan señales que permitan la corrección y reorientación del flujo inversor.

El mundo de las finanzas es de una complejidad extraordinaria. Es engañosa la simplicidad y la ló-

gica de las crisis financieras que se advierten con toda claridad, pero «a posteriori», puesto que en todas las crisis hay elementos de desmesura, a veces escandalosos, que conducen a rupturas abruptas en las tendencias. Fijémonos en la crisis actual cuyo detonante —sólo detonante— han sido las hipotecas de baja calidad (*subprime*).

Cualquiera al que se le explique la génesis de la crisis actual, los instrumentos financieros que se han utilizado y los supuestos establecidos para sostener el *boom* del crédito a la construcción (alza continua del precio de la vivienda, endeudamiento progresivo de las familias, y liquidez de los mercados) advierte *ahora* de la escasa solidez del entramado.

Muchos preguntan, con razón, ¿cómo es posible dar créditos hipotecarios a personas sin patrimonio ni empleo con la única garantía de la vivienda que se financia? Excelente cuestión, pero no es sólo que los créditos se concedieran sin rigor, es que la vivienda se convirtió en un activo financiero más, y las continuas renovaciones de los contratos hipotecarios permitirían la obtención de recursos para financiar el consumo de las familias y sostener el crecimiento económico y el empleo, sobre todo en los Estados Unidos.

La vivienda, un bien de inversión a largo plazo y con liquidez reducida, se ha transformado, mediante la innovación financiera, en un activo que, agrupado a otros a través de la titulización, permite que el activo resultante tenga liquidez inmediata en los mercados financieros.

Sobre esos cimientos poco firmes se ha edificado, sin embargo, un edificio gigantesco. La crisis actual es el resultado de una

expansión del crédito cuya magnitud no es soportable por el sistema económico. Es *inevitable* que esa desmesura (apalancamiento) se reduzca. Los gobiernos y los bancos centrales intentan conducir y suavizar el proceso para evitar un estallido. Ésa es la esencia de la crisis actual.

Ahora bien, en esos esfuerzos se incurre en una cierta contradicción, puesto que el adelgazamiento de la deuda del sector privado va acompañada del rápido ascenso de la deuda pública, cuya carga financiera es ahora tolerable, con tipos de interés nominales muy bajos y negativos en términos reales. Se trata de una posición frágil e inestable que precisará corrección en el futuro, pero en la actualidad el mayor endeudamiento público es la consecuencia inevitable de la contención de la crisis financiera.

Un cuadro aparentemente tan nítido como el que ha provocado la crisis ¿no han podido advertirlo en su gestación tantos expertos financieros como hay en el mundo? La especialización en finanzas ha absorbido a más de la mitad de los estudiantes de las escuelas de negocios, instituciones que han crecido de forma exponencial en los últimos veinte años. En 1984, Tobin ya advertía alarmado este despilfarro en la asignación de capital humano.

Intentar dar respuesta a ese interrogante exigiría mucho tiempo, no estoy seguro de poder dar una contestación satisfactoria, y me apartaría del objetivo de este trabajo. Apuntaré, sin embargo, que la inmensa mayoría de los expertos financieros se ha preocupado exclusivamente de estudiar los instrumentos y el comportamiento de los mercados. Entre los economistas destacados, sólo algunos —como Stiglitz— han

mostrado inquietud por los efectos desestabilizadores de las finanzas sobre la economía. A la vista de los últimos episodios de crisis financieras, y en particular del actual, ha crecido la preocupación por el riesgo sistémico, y se evoca con frecuencia la aportación de Hyman Minsky, un pensador original, al margen del pensamiento neoclásico predominante, cuya obra se inspiró en la de Keynes.

La obra de Minsky se centró en el análisis de la inestabilidad que consideraba inherente al mundo financiero. Según Minsky, la liberalización y la competencia en las finanzas provocaban un ciclo en el cual el riesgo y la vulnerabilidad crecían hasta culminar en una crisis financiera. En la segunda posguerra, hasta la década de los setenta del siglo pasado, tuvo lugar una etapa excepcional de estabilidad financiera en un marco institucional de:

- Competencia limitada en el sector bancario.

- Separación de la actividad bancaria de la bursátil.

- Fuerte presencia de la deuda pública en los balances bancarios.

- Escaso nivel de endeudamiento de empresas y familias.

A partir de la década de los setenta del pasado siglo, se produjo la ruptura del sistema creado en Bretton Woods. De manera paulatina, se modificaron las ideas prevalecientes, imponiéndose un nuevo orden institucional apoyado en los puntos siguientes:

- Mayor confianza en los efectos positivos de la competencia en las finanzas para reducir costes de transacción y mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos.

- Propuestas de liberalización de las finanzas en los sistemas nacionales y en el orden internacional.

- Fe en la capacidad autorreguladora de los propios agentes que actúan en las instituciones y mercados.

- Creencia progresiva en la capacidad de medición del riesgo.

- Aumento espectacular de la dimensión de los mercados financieros, que ganan peso respecto de la intermediación bancaria tradicional.

Estos cambios han generado una arquitectura institucional distinta; las ideas que se han impuesto son las contrarias a las existentes en el período de estabilidad de la posguerra. Especial trascendencia ha tenido la corriente liberalizadora en las finanzas. La evolución del Fondo Monetario Internacional (FMI) es un ejemplo claro del cambio que se ha producido. Dedicaré unas líneas a este asunto.

El FMI es la institución financiera clave que se creó en Bretton Woods con la misión de garantizar una evolución ordenada de las paridades de las divisas, al objeto de impedir devaluaciones competitivas de triste memoria en la Gran Depresión. Eso requería autoridad de la institución para juzgar la necesidad de alterar los tipos de cambio en función de la situación económica de los países, en particular del comercio exterior; inherente a esta pretensión era la limitación a los movimientos internacionales de capital, cuyo comportamiento había sido desestabilizador también en la Gran Depresión.

Para tener una idea del clima de la Gran Depresión, en relación con la internacionalización de la

actividad financiera, reproduzco un párrafo de un artículo de Keynes de 1933:

Simpatizo, por tanto, con aquellos que minimizarían antes que con los que maximizarían la excesiva interrelación económica entre las naciones. Ideas, conocimiento, arte, hospitalidad, viajes: ésas son las cosas que por naturaleza deberían ser internacionales. Pero que la producción de bienes sea inglesa cuando sea razonable y convenientemente posible; y, sobre todo, que las finanzas sean fundamentalmente nacionales (Keynes: 236).

El FMI ha pasado, desde la situación inicial, a ser el principal impulsor de la liberalización nacional e internacional de las finanzas, con unos pujantes mercados de divisas que anulaban su cometido de vigilante y estabilizador de las paridades cambiarias.

No tengo espacio para detenerme en el resto de los cambios (1); dejaré constancia, sin embargo, de la confianza en la autorregulación de los mercados por los propios protagonistas (sin tener en cuenta las enseñanzas de Polanyi, 1944); también en la capacidad de medición del riesgo, o para ser más preciso, y siguiendo la distinción de Knight (1921), en la pretensión de incorporar a la zona del riesgo (donde existe distribución de probabilidad) situaciones de incertidumbre (en las que no existe), incluyendo las de *incertidumbre radical*, en las cuales no tenemos la menor posibilidad razonable de establecer previsiones, y mucho menos de cuantificarlas.

El cambio de ordenamiento institucional ha sido, pues, completo. Con ese nuevo paradigma se ha incrementado la frecuencia de las crisis financieras en las tres últimas décadas hasta llegar a la convulsión actual.

II. LAS CRISIS FINANCIERAS DE LAS TRES ÚLTIMAS DÉCADAS

Son muy conocidos los episodios especulativos de la burbuja de los tulipanes de Holanda en 1640 y los de las compañías de los Mares del Sur y del Mississippi en Inglaterra y Francia, respectivamente, en 1720.

Desde entonces han tenido lugar perturbaciones financieras que han afectado a los sistemas bancarios y a valoraciones desmesuradas de muchas clases de activos, tanto reales como financieros (2). Centraré la atención, en un recorrido telegráfico, en las convulsiones de las últimas décadas del pasado siglo, y en las producidas en la actual centuria. Mención muy especial merece La Gran Depresión, en particular su fase más aguda (1929-1933), por motivos a los que aludiré más adelante.

Me parece imprescindible intentar una tipificación de las crisis financieras para situar la actual con perspectiva. Antes de comenzar, deseo poner énfasis en subrayar la especificidad de cada episodio de crisis. Las perturbaciones financieras se producen en un tiempo concreto y en países con un orden institucional determinado. En este sentido, debe procederse con suma precaución cuando se agrupan naciones bajo una determinada calificación.

Pondré un ejemplo. En 1997 se produjo una crisis financiera en los países del Sudeste de Asia. Rasgos comunes fueron el fuerte endeudamiento en moneda extranjera, la crisis bancaria, y la cambiaria. Se vieron afectados países como Indonesia, Corea del Sur y Malasia, pero cada uno de éstos tenía características propias que explican el diferente impacto de la perturbación en porcentaje de los PIB na-

cionales y la capacidad de recuperación. Considero, pues, con cierta distancia las conclusiones basadas en promedios obtenidos a partir de datos nacionales que agrupan países a veces muy heterogéneos.

En la clasificación que sigue no pretendo aludir a todas las situaciones de crisis (3).

1. Crisis bursátiles

Entre los episodios bajistas sobresale la caída de la Bolsa de Nueva York el 19 de octubre de 1987. En ese lunes negro el Dow Jones bajó un 22,6 por 100, el récord en una sola jornada. Fue el primer aviso de la trascendencia de los nuevos mercados de derivados sobre acciones, y del peso de los nuevos instrumentos de gestión profesional de inversiones (seguro de carteras).

La descoordinación temporal entre el mercado de acciones de Nueva York y el de futuros de Chicago puso de relieve con nitidez la nueva situación: eran, de hecho, un sólo mercado. Los programas de seguro de carteras provocaron una aguda crisis de liquidez, debido a ventas masivas de inversores profesionales que utilizaban modelos similares.

La actuación rápida de la Reserva Federal (Fed) facilitando liquidez a todos los intermediarios ayudó a normalizar la situación sin que la crisis llegara a afectar a la economía real. Fue la primera actuación de Greenspan, recién llegado a la Presidencia de la institución.

En el año 2001 se produjo una nueva crisis bursátil centrada en las empresas de las nuevas tecnologías. Entre marzo de 2000 y de 2001 el índice NASDAQ bajó un 70

por 100. Dos hechos deseo subrayar: 1) el impacto sobre la economía y la riqueza de los inversores fue significativo, aunque muy concentrado en los sectores tecnológicos; 2) la Fed (Greenspan se mantenía al frente) para compensar el efecto contractivo, inició un programa sostenido de reducción de tipos de interés, al que muchos analistas achacan los extraordinarios aumentos del crédito y del endeudamiento que generaron la crisis actual.

Lo que me interesa poner de relieve es que esas importantes crisis bursátiles, al evitarse problemas de liquidez y no extenderse a otros sectores e instituciones, especialmente al bancario, por llamativas que pudieran parecer en su momento, no desembocaron en una crisis sistémica y fueron de corta duración.

2. Crisis bancarias

Las crisis de los sistemas bancarios han sido muy numerosas, en países tanto emergentes como desarrollados. Una secuencia frecuente en los episodios de crisis ha sido: entrada de capital del exterior (normalmente asociado con la liberalización de los movimientos de capital); fuerte crecimiento del crédito (en muchos casos polarizado hacia el sector inmobiliario); salida brusca de capitales; caída del precio de los activos; crisis bancaria; saneamiento del sistema bancario con cargo a fondos públicos que a veces ha incluido la nacionalización de entidades (4).

A partir de ese modelo general, se producen situaciones específicas que dan idea de la versatilidad de los procesos de crisis:

— En los países emergentes, la entrada de recursos del exterior

se ha producido ante la escasez de ahorro nacional (Sudamérica); pero también en otros con alta tasa de ahorro (Sudeste Asiático) (5).

— En algunos países desarrollados la crisis bancaria ha afectado a la mayor parte de las instituciones (como en los escandinavos en los primeros noventa); en otras ocasiones, la crisis se ha limitado a una institución determinada (cajas de ahorros en los Estados Unidos en la década de los ochenta).

— Cuando el fuerte crecimiento del crédito, característica común en las crisis bancarias, ha tenido lugar por la afluencia de capital exterior, el vehículo ha sido casi siempre el sector bancario, y el receptor fundamental el sector inmobiliario, así como actividades no excesivamente expuestas a la competencia internacional.

— La construcción tiene una gran capacidad de absorción de capital exterior; las empresas con presencia en los mercados mundiales de productos tienen mayor acceso a los mercados internacionales de capital, y su demanda de recursos financieros está limitada por la disciplina que impone el mercado mundial de bienes y servicios. De nuevo, hay excepciones. En el caso de Corea, los principales receptores de recursos fueron los grandes conglomerados industriales con clara orientación exportadora.

3. Crisis bancarias, bursátiles e inmobiliarias. El caso de Japón

El caso de Japón es muy especial. En 1989 estalló allí la mayor burbuja bursátil e inmobiliaria de la historia; se produjo también la crisis bancaria más importante. El

sistema bancario no se limitó a intermediar en los años de auge; fue un agente muy activo que se benefició de la desmesura de las cotizaciones de las acciones y de las valoraciones inmobiliarias... y sufrió duramente con la disminución del valor los activos aportados como garantía de los créditos concedidos (6).

La liberalización financiera puso en marcha el proceso de extraordinaria revalorización de activos que culminó en el desastre de la década de los noventa. Tres aspectos explican la singularidad del caso japonés:

— Japón no tuvo condicionamiento financiero del exterior. Su tasa de ahorro era, y es en la actualidad, importantísima; su acumulación de recursos financieros era, y es, muy considerable.

— La crisis se produjo en un mundo en expansión, con la mayor economía importadora de productos japoneses, los Estados Unidos, en fuerte crecimiento.

— Japón tardó en acometer el saneamiento de su sistema bancario provocando la parálisis del crédito, lo cual ayuda a comprender el semiestancamiento tan duradero que sufre la economía nipona desde comienzos de la década de los noventa del pasado siglo.

De manera que en Japón se ha producido una fortísima crisis bancaria, bursátil e inmobiliaria, aunque sin componente internacional que haya provocado o coadyuvado al proceso. Ha sufrido, por ello, casi dos decenios de estancamiento en un mundo con fuerte crecimiento económico, polarizado primero por los Estados Unidos y después por China. Ambos países —insisto— son mercados importantísimos para las exportaciones japonesas. Es razonable plantear

que sin ese alivio la depresión económica de Japón hubiera sido mucho más dramática.

4. Crisis de liquidez

En agosto de 1998 tuvo lugar la crisis de un *hedge-fund* de gran tamaño: el Long-Term Capital Management (LTCM) (7). Este episodio ha ganado en relevancia con el paso del tiempo puesto que se considera que fue el primer aviso de la crisis actual. Cuatro aspectos interesa destacar de este episodio a efectos de la argumentación que desarrollo en este trabajo:

— La importancia de los *shadow banks*. En los últimos decenios, en particular desde la crisis del LTCM (lo cual es paradójico y también significativo), se han desarrollado de manera espectacular instituciones financieras que no son bancos en sentido estricto (*hedge fund*, empresas de capital riesgo, firmas de asesoramiento y gestión de patrimonios). Su actividad depende de la liquidez de los mercados y, en último término, del respaldo de bancos tanto de inversión como comerciales y universales que son, casi siempre, sus promotores y garantes.

— El LTCM operaba con un alto nivel de endeudamiento. La escasa relevancia del capital propio se justificaba por el prestigio de sus gestores, así como por su diversificación y sus operaciones de cobertura, que eran eficaces en tanto no existiera una alta correlación entre activos y entre mercados. Cuando se mostraron los libros, con motivo de la intervención del LTCM, se advirtió, sin embargo, que las entidades financieras operaban con un nivel de apalancamiento similar.

— El LTCM alcanzó un gran volumen. El éxito del *hedge-fund* y

el prestigio de los gestores lo convirtieron en un ejemplo a emular; sus operaciones eran imitadas por competidores y financiadores; tenían posiciones similares y políticas parecidas. Cuando sobrevino la crisis, la dificultad de deshacer posiciones por parte de todos al mismo tiempo, provocó la falta de liquidez de los mercados y el súbito deterioro de las valoraciones de los activos.

— Los grandes partícipes y financiadores del *hedge-fund* no controlaban el riesgo asumido por el fondo. Intuían el tipo de operaciones que realizaban, trataban de copiarlas, pero no conocían con exactitud las posiciones del fondo y la magnitud de sus apuestas.

El desenlace del episodio del LTCM es bien conocido. La Fed reunió a los financiadores y les conminó a participar en una operación de salvamento del fondo, pese a que éste no estaba regulado ni supervisado por el banco central. El motivo aducido fue que una liquidación desordenada de la cartera del fondo podía provocar un pánico en los mercados de tal entidad que afectaría a la actividad económica. Había, pues, un riesgo sistémico, y de ahí la necesidad de su intervención.

El episodio del LTCM debería haber alertado de la inestabilidad potencial de este tipo de instituciones, que operaban básicamente en los mercados financieros con alto grado de opacidad y al margen de la supervisión de la autoridad. Creo que la rápida resolución de la situación, y la confianza en la capacidad de la Reserva Federal y de los mercados para resolver los incidentes de una nueva institución financiera, fueron las razones de fondo para no considerar el LTCM como un adelantado de los problemas que surgirían un decenio más tarde.

La cuestión de la liquidez ha sido fundamental en la crisis actual. La creciente homogeneización en el comportamiento financiero de las instituciones, que utilizan los mismos modelos sublimando el efecto rebaño, inducidos por la tendencia a hacer uniformes las regulaciones a escala internacional, ha dado lugar a que cuando se ha impuesto la visión negativa la liquidez desapareciera por completo. Es cierto que los volúmenes negociados habían aumentando espectacularmente en los años precedentes a la crisis, pero los mercados se secaron en el ciclo adverso. Como oportunamente se ha apuntado: «... en contra de la creencia generalizada, la liquidez de un mercado hoy reside no tanto en su tamaño (medido por la capitalización o por la contratación) cuanto en la diversidad de los participantes» (European Parliament, 2007: 25).

III. LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL Y LA GRAN DEPRESIÓN

1. Características de la crisis financiera actual

La actual crisis financiera dura ya dos años, y no se sabe ni su duración ni su impacto final sobre la economía de los países. Una pronta resolución determinaría, quizá, que fuera considerada con el paso del tiempo como un tropiezo inevitable en la escalada del progreso y la sofisticación que permite refinar la eficiencia en la asignación de los recursos. Si, por el contrario, la crisis actual fuera duradera y afectara gravemente a las economías, seguramente induciría a una revisión de los principios doctrinales en los que se fundamenta la estructura de las finanzas, y a una revisión profunda del marco institucional. No sería la primera vez.

Los economistas que, salvo excepciones muy honrosas, no nos hemos preocupado demasiado del fenómeno financiero a nivel macroeconómico, volvemos la mirada a la historia. Lo hacemos conscientes de que los procesos de crisis no se repiten de forma mecánica, pero pueden ofrecernos inspiración para el análisis de la crisis actual. Revisaré, en primer lugar, las características básicas de la crisis actual.

— *Internacional*. No es una crisis financiera que se haya producido en un país aislado (como la de Japón). La perturbación actual tiene carácter global, como lo tiene el sistema financiero, que es, de hecho, un sistema financiero mundial.

— *Impacto económico*. La magnitud de la convulsión ha reducido el crecimiento económico de todos los países.

— *Crisis bancaria, bursátil e inmobiliaria*. Han resultado afectados todos los mercados, instrumentos e instituciones.

— *Liquidez*. Ha provocado una falta absoluta de liquidez en los mercados, obligando a intervenciones de gobiernos y bancos centrales para reactivar a los mercados o sustituirlos en sus funciones.

— *Estabilidad de precios*. La crisis ha tenido lugar después de una etapa de fuerte crecimiento económico, con estabilidad de precios (la Gran Moderación).

Cuando se repasa la historia moderna de las crisis financieras, sólo la Gran Depresión fue una convulsión con características similares. Añadiré dos más a las apuntadas: ambas tienen su epicentro en los Estados Unidos; también ambas —y esto es más

discutible— se han gestado a partir de errores graves de la Reserva Federal; por último, en las dos, las innovaciones financieras han jugado un papel fundamental en el aumento del endeudamiento.

2. Precisiones sobre los dos episodios

A partir de lo anterior se comprende que la Gran Depresión sea la principal referencia para intentar entender la naturaleza y posibles consecuencias de la crisis actual. Los demás episodios de crisis pueden ayudar e inspirar el análisis, pero se insiste, con razón, que desde la Gran Depresión no se había producido una crisis de envergadura similar a la que estamos sufriendo.

Dicho lo anterior, es importante precisar algunos aspectos que nos ayuden a perfilar similitudes y diferencias.

— *Carácter internacional.* La vía principal de la extensión internacional de la crisis en la Gran Depresión fue la escasez de financiación del comercio por la importancia decreciente del Reino Unido como centro financiero, y la renuencia de Francia y los Estados Unidos para ocupar su lugar como banquero internacional. Ahora, la crisis se ha extendido debido a la compra por parte de todos los países de activos «tóxicos» generados en los Estados Unidos, que han sembrado la desconfianza en la solvencia de las instituciones financieras, secando la liquidez de los mercados y paralizando la actividad crediticia.

— *Magnitud de la crisis.* En tres años (1929-1931) el producto nacional bruto (PNB) de los Estados Unidos bajó un 30 por 100; el paro de la población civil no agrícola era en 1932 del 36,3 por

100. Esos datos nos pueden ayudar a situar la crisis actual. Que los Estados Unidos hayan perdido entre el 5 y el 6 por 100 del PNB en los dos años de crisis y que el paro se sitúe en el 9,4 por 100 dan cumplida idea de la gravedad de la situación, pero la catástrofe no es comparable en magnitud con la sufrida en la Gran Depresión. Además, el peso relativo de la economía norteamericana era muy importante entonces; en los años 1925-1929 Estados Unidos manufacturó prácticamente el 50 por 100 de la producción industrial del mundo (Bernanke, 1983).

— *Duración de la crisis.* La Gran Depresión tuvo sus efectos más agudos entre 1929 y 1933. Se produjo después una recuperación, para sufrir una recaída en 1936-37, reanimándose la actividad de manera firme en la antesala de la Segunda Guerra Mundial.

Me parece importante destacar, como lo hacen Friedman y Schwartz (1963) y Bernanke (1983), que hasta 1931 la crisis financiera no había provocado una crisis bancaria generalizada; cuando esto sucede, cuando los efectos de la inestabilidad de Wall Street se sienten plenamente en «Main Street»; cuando las familias y las pequeñas empresas, en un entorno de descentralización extraordinaria del sistema bancario, sufrieron la falta de crédito, es cuando se profundizó la Gran Depresión.

— *Desprestigio de lo financiero y reformas institucionales.* La Gran Depresión fue un gran trauma. En el país joven y dinámico, en el nuevo líder en un mundo con las libertades amenazadas por la revolución rusa y el ascenso de los totalitarismos europeos, es donde se desplomó la gran esperanza.

La razón fundamental del desastre se atribuyó a las finanzas,

a la falta de moralidad de las prácticas financieras y a ausencia de regulación y supervisión. Cuando las investigaciones del Senado dieron detalle de las conductas, las prevenciones contra Wall Street se agudizaron. En ese entorno se gestaron las disposiciones financieras del *New Deal*, que significó poner un corsé a las finanzas para prevenir que pudieran repetirse ese tipo de conductas.

El otro gran responsable fue la Fed, institución creada en 1913 para evitar desórdenes financieros. Más adelante me referiré a su actuación en la Gran Depresión.

— *Las finanzas actuales son de una complejidad extraordinaria.* La sofisticación y variedad de instrumentos y mercados en la actualidad es muy superior a la existente en los años de la Gran Depresión. Además, las finanzas tienen una relación más estrecha con el balance y las decisiones de los agentes económicos. Especial trascendencia tiene el componente financiero de activos y pasivos de familias y empresas en relación con el PIB, con la renta disponible o con los resultados empresariales. En definitiva, los efectos económicos de una perturbación financiera son más intensos ahora y se transmiten con mucha más rapidez al sistema económico.

3. Recuerdos y olvidos de la Gran Depresión

La principal enseñanza que se derivó de la Gran Depresión es que las consecuencias económicas de una crisis financiera pueden llegar a ser tan importantes que es necesario actuar con decisión para impedir el deterioro de la situación. Especial trascendencia cobra la convulsión cuando llega a afectar al crédito bancario ordinario, del cual depende la finan-

ciación de familias y pequeñas y medianas empresas (PYME). Existe consenso entre los analistas —insisto en este punto— en advertir el agravamiento de la crisis en 1931, cuando se generalizaron las quiebras bancarias entre los miles de entidades que atendían, a menudo, a una sola localidad con una única oficina.

El mayor olvido ha sido ignorar la escalada del riesgo que genera la competencia excesiva y la innovación entre las entidades financieras. Como consecuencia de la Gran Depresión, se articularon un conjunto de medidas (seguro de depósitos; separación de actividades de banca comercial e industrial; limitaciones en la remuneración de los recursos) que reducían la propensión al riesgo.

De forma progresiva, ese andamiaje se ha ido desmontando con el argumento de que cuanto mayor fuera la tensión competitiva más refinada sería la eficiencia en la asignación de los recursos. Se ha olvidado, en definitiva, que las actividades financieras, si no están estrictamente reguladas, generan tendencias desestabilizadoras susceptibles de afectar al conjunto del sistema económico. Se comprende, por tanto, que la atención de los reguladores se concentre ahora en la prevención del riesgo sistémico.

El recuerdo de la Gran Depresión explica la determinación con la cual los gobiernos y bancos centrales han intentado contener la hemorragia coordinando sus actuaciones. Todo se ha supeditado a conseguir restablecer la normalidad financiera, en particular el crédito del sistema bancario. Ha pasado a segundo plano el gigantesco déficit público que se está acumulando y al que, como he apuntado, habrá que hacer frente en el futuro.

Cuando destaco la determinación con la cual se está actuando —es importante recordar que Bernanke es uno de los mayores expertos en la Gran Depresión—, me llama la atención, y me desconcierta, que se permitiera la caída de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008. Los analistas de la crisis coinciden en señalar que el deterioro se acentúa a partir de ese momento (8). Aludí, muy brevemente, a este episodio.

El tratamiento que las autoridades dieron a Lehman Brothers contrasta con el otorgado a otro banco de inversión, Bear Stearns, el 16 de marzo del mismo año, induciendo a su compra por J.P. Morgan. Imagino que con el paso del tiempo conoceremos más detalles sobre este diferente tratamiento. Las razones que se han dado hasta ahora no me parecen demasiado convincentes. La primera, que la crisis de Bear Stearns había servido de aviso al mercado, que se había apresurado a deshacer posiciones; en consecuencia, la caída de Lehman ya no produciría efectos tan nocivos. La segunda, que las autoridades no habían podido aplicar el mismo tratamiento a Lehman porque éste carecía de los activos colaterales requeridos para inyectar la liquidez que precisaba (9).

Seguramente la tensión, la sobrecarga de trabajo, la rapidez obligada en adoptar decisiones y los conflictos personales (el factor humano) han jugado un papel importante en una decisión muy controvertida.

4. El papel de la Reserva Federal en ambas crisis

La actuación de la Fed concentra buena parte de los análisis so-

bre las razones y consecuencias de la Gran Depresión, aspectos sobre los cuales se siguen publicando investigaciones que mantienen viva la polémica.

A efectos de este trabajo, interesa destacar dos aspectos. El primero, que según la visión predominante de los miembros del Consejo del banco central americano, era necesario parar el *boom* bursátil de la década de los veinte, que estaba atrayendo recursos, perjudicando su asignación a las actividades productivas hacia las cuales debería dirigirse la financiación (*real bills doctrine*). La elevación de los tipos de interés frenó efectivamente el alza de la Bolsa, provocando su hundimiento.

Esta decisión conviene tenerla en cuenta para situar con perspectiva decisiones posteriores de los responsables de la Fed, en particular la determinación para contener los efectos del desplome bursátil de 1987 adoptada por Greenspan, recién llegado a la Presidencia de la institución, operación que realizó con éxito. También puede ayudar a comprender la pasividad de la Fed respecto a la burbuja tecnológica.

El segundo aspecto es la falta de contundencia de la Fed en la Gran Depresión para intentar detener la caída de la oferta monetaria, lo cual profundizaría la baja de los precios de los activos, y sobre todo incidiría en la crisis bancaria a la que ya he aludido.

En la crisis actual también se responsabiliza a la Fed de permitir unas condiciones que favorecieron la burbuja de precios de los activos y del crédito. En la actuación de Greenspan, entronizado hasta hace poco y denostado en la actualidad, hay, a mi juicio, aciertos claros y también errores, como corresponde, por otra par-

te, a un largo período de Presidencia. Un acierto claro fue comprender el cambio que se había producido en la estructura productiva de la economía norteamericana, y que se manifestaba en progresos singulares de la productividad; el auge de la economía en la segunda mitad de la década de los noventa del pasado siglo se debe, en parte, a esa clarividente visión, en contra de la opinión generalizada entonces.

La actitud de Greenspan en relación con los mercados ha merecido, sin embargo, notables críticas con ocasión de la crisis actual. Un aspecto fundamental de su pensamiento es la extraordinaria confianza en que la valoración de los activos por los mercados responde a criterios de numerosos expertos muy cualificados y en que no era concebible que fuera mejorada ni corregida por funcionarios públicos. Estas ideas, en la práctica, las utilizó con un sesgo, con una actuación asimétrica, que ha sido denominada como la opción *put* de Greenspan.

En efecto, Greenspan denunció la «exhuberancia irracional» de los mercados en 1996, pero no intentó contener la fiebre especulativa; sin embargo, procedió a bajas continuadas de los tipos de interés cuando se produjo el desplome de las cotizaciones de las acciones tecnológicas, a partir del año 2001, para contener los efectos negativos sobre la economía. Muchos analistas consideran a ese continuado relajamiento monetario —ya lo he señalado— como la génesis de la crisis actual.

Con todo, lo que me parece más criticable de su actuación es su apasionada fe en los efectos beneficiosos y estabilizadores de la innovación financiera. Greenspan no sólo ha defendido a los mercados de derivados con fervor,

sino que los ha considerado una razón fundamental que explica la supremacía económica norteamericana, al permitir un refinamiento en la formación de los precios que mejora la eficiencia de la asignación de los recursos (10).

La actitud permisiva en extremo respecto a la innovación financiera, libertaria se la ha denominado, tendría mucha trascendencia en la minusvaloración del riesgo y en la expansión gigantesca del crédito, factores que están en la raíz de la crisis actual. Especial trascendencia han tenido los efectos de la titulización. Como ha destacado Kaufman (2009: 66), la integración de activos no cotizados en instrumentos susceptibles de cotización ha creado la falsa idea de que se reducía el riesgo, puesto que los tenedores de los activos se hacían la ilusión de que podían avizorar el futuro y acceder a la liquidez supuesta. Además, las técnicas acompañantes a la titulización, en especial las garantías de crédito y el aseguramiento de las emisiones, parecían añadir mayores dosis de seguridad. Greenspan reclamó que la titulización era muy beneficiosa, puesto que permitía una mayor distribución de los riesgos, pero no advirtió que incentivaba el aumento del riesgo global.

De manera que tanto en la Gran Depresión como en la situación actual la responsabilidad de la actuación de la Fed ha sido muy importante. En la Gran Depresión no se conocía suficientemente el funcionamiento de la economía. Ahora tampoco conocemos los efectos económicos de las finanzas y, sobre todo, cómo inciden las perturbaciones sobre los sectores reales.

En la actualidad, sabemos mucho más de economía y de finanzas que en la década de los treinta, pero la complejidad del mundo

financiero ha ido por delante de nuestros conocimientos. La gran diferencia es que ahora somos conscientes de las graves consecuencias de una crisis financiera generalizada, y las autoridades y bancos centrales están dispuestos a incurrir en los déficits públicos que sean precisos con objeto de impedirlos.

IV. REFLEXIÓN CUANDO SE CUMPLE EL SEGUNDO AÑO DE LA CRISIS FINANCIERA. INTERROGANTES CON DIFÍCIL RESPUESTA

En plena Gran Depresión, señalaba Keynes (1931: 517), cuando intentaba comprender lo que estaba sucediendo, que había quebrado «el misterioso poder de coordinación de la banca y las finanzas». Lo mismo podría decirse en la crisis actual.

Tiene ésta dimensión internacional, pero con diferencias significativas respecto al carácter, también universal, de la Gran Depresión. Entonces, la gravedad procedía de la falta de financiación del comercio mundial y en particular de los grandes productores de materias primas en países emergentes. Ahora, lo esencial es la crisis de instituciones financieras que operan a escala internacional. Además, los recursos financieros internacionales se han acumulado en países emergentes, lo cual transmite, asimismo, riesgo e inestabilidad sobre el ajuste a largo plazo.

1. Burbujas y política monetaria

Durante mucho tiempo, se ha considerado que la estabilidad monetaria conllevaba la financiera. No obstante, en los diez últimos años, como en la década de los

veinte del pasado siglo, la tersa superficie de la inflación contenida ocultaba un mar de fondo, en forma de burbuja de precios de activos y de crédito, que culminó en una gran catástrofe. Durante varios años fueron incubándose desequilibrios que eclosionaron en un momento determinado. La política monetaria, como la experiencia ha demostrado, no puede desentenderse de la valoración de los activos. En la antesala de la crisis actual (9 de mayo de 2005), Bernanke señalaba como principales lecciones de la Gran Depresión:

Como he señalado antes, las dos principales lecciones que creo han sido aprendidas en buena medida, pero que siempre hay que subrayar, son: primera, que la principal responsabilidad de un banco central es el mantenimiento de la estabilidad de los precios, proporcionando una inflación reducida y estable en el medio plazo, evitar inflaciones y deflaciones agudas y, particularmente, evitar la inestabilidad de las expectativas asociadas con un nivel de precios sin acotar. La segunda lección es que el sector financiero es un sector especial en términos de su papel en la estabilidad macroeconómica. Convulsiones importantes en el sistema financiero pueden ser extremadamente perturbadoras para la economía en conjunto y, por tanto, el banco central y otras instituciones del gobierno tienen la particular obligación de preservar la estabilidad financiera, que bancos y otras instituciones financieras estén bien capitalizadas y gestionadas y que existan mecanismos para responder si se produjera una crisis, tales como la ventanilla de descuento, el seguro de depósitos o cualquier otro que asegure la permanencia del sistema financiero completo incluso si se produjera una perturbación intensa (en Parker, 2007: 66).

La cuestión de las burbujas y la posible implicación de los bancos centrales es un asunto extremadamente complejo, acrecentado por la mayor significación de los mercados en el sistema financiero. ¿Quién decide que existe una burbuja? ¿Qué actuación puede ser efectiva? ¿Qué repercusiones tendrían las intervenciones públicas en los mercados sobre el comportamiento de los agentes económicos?

La crisis financiera actual está produciendo, no obstante, cambios significativos en la percepción de los fenómenos financieros por las autoridades económicas, y por los bancos centrales en particular, en relación con las burbujas financieras. Se está pasando de una actitud de ambigüedad calculada, de constatar la dificultad de detectarlas e incorporarlas a la dirección de la política monetaria, aunque siguiendo de cerca su evolución por las consecuencias, sobre todo, del efecto riqueza, a justificar una actitud más decidida y beligerante, ligada al mantenimiento de la estabilidad financiera. Una analista tan significada como Yellen (presidenta del Banco de la Reserva Federal de San Francisco) ha señalado:

Lo que ha quedado patentemente obvio es que no actuar con ciertas clases de burbujas antes de que alcancen gran dimensión puede acarrear graves consecuencias. Se concede ahora más peso a los argumentos a favor de intentar reducir las burbujas, especialmente cuando su principal origen es un *boom* del crédito. No estoy defendiendo desarrollar una práctica regular en el uso de la política monetaria para combatir las burbujas en las valoraciones de los activos. La experiencia reciente, sin embargo, ha hecho que tenga una actitud más abierta hacia la acción. Ahora puedo imaginar

circunstancias que justificarían combatir una burbuja mediante una política monetaria más contractiva (Yellen, 2009: 44).

La configuración de grandes instituciones financieras de carácter universal, tanto en el sentido funcional como en el geográfico, inquieta por las posibles consecuencias en el caso de una crisis que afectara a uno de esos gigantes. Existe un conflicto evidente entre el ámbito internacional de la actuación de estos grandes grupos y la escala nacional de la regulación y la supervisión. Es cierto que ha aumentado la coordinación de los bancos centrales para inyectar liquidez en los mercados en una situación de emergencia como la que vivimos, pero ¿cómo se organizaría el salvamento de una macroinstitución financiera? ¿Dónde se situaría el interés nacional del país de origen de la institución? ¿Cómo se distribuiría la carga del saneamiento entre los contribuyentes de los distintos países?

2. Propuestas de una nueva arquitectura financiera

La consecuencia inevitable de una crisis sistémica como la que estamos sufriendo es que se cuestione la organización institucional y se proponga una nueva arquitectura financiera. El enunciado de esta necesidad es compartido. El alcance de la reforma depende, sin embargo, de la dimensión de la crisis. Si los brotes verdes que se advierten crecen con vigor y se reactiva el crecimiento económico, nos queda el sobresalto... y la deuda, pero la necesidad de una reforma profunda pasaría a un segundo plano, manteniéndose, aunque corregidas temporalmente, las fuerzas y la dinámica que nos ha llevado a la excesiva propensión al riesgo, que es la clave de la crisis actual.

Ahora bien, ¿y si no fuera así? ¿Y si el daño fuera profundo y tuvieran lugar nuevos episodios de crisis financieras? Parece lógico esperar entonces que la necesidad de llevar a cabo reformas profundas, como en la Gran Depresión, sería acuciante. ¿Sobre qué directrices? Desde uno de los grandes centros de investigación financiera exponen las líneas y el alcance de la reforma:

El punto de partida para construir una estructura completa que garantice la estabilidad financiera es identificar las fuentes de riesgo sistémico en cada uno de los tres elementos esenciales de los sistemas financieros: *instrumentos*, incluyendo préstamos, bonos, acciones e instrumentos derivados; *mercados*: acuerdos bilaterales *over-the counter* (OTC) y contratos negociados en mercados organizados, e *instituciones*: bancos, casas de Bolsa, compañías de seguros y fondos de pensiones, entre otras. Estos tres elementos —instrumentos, mercados e instituciones— pueden generar riesgos sistémicos que es preciso mitigar para asegurarnos de que el sistema financiero no colapse (BIS, 2009: 125).

¿Es posible llevar a cabo reformas profundas con ámbito internacional? Los intereses de los países, su diferente capacidad de innovación financiera, la nacionalidad de las instituciones, la visión, en definitiva, del fenómeno financiero es, no obstante, muy diferente. ¿Se piensa lo mismo en Francia, Alemania o Suiza que en los Estados Unidos y el Reino Unido? Por otra parte, como se recuerda en el informe citado, una retirada de las finanzas al ámbito nacional podría desembocar en un proteccionismo generalizado. Un banquero norteamericano señalaba que el genio se había escapado de la lámpara. Me pre-

gunto, por mi parte, si existe unanimidad en intentar que vuelva a ella... y si ello es posible.

Puesto que ésa es, me parece, la cuestión esencial, permítaseme que insista. Si los países se vieran obligados a diseñar una nueva arquitectura internacional, sería precisa una conferencia de economistas, expertos financieros y políticos que establecieran una base mínima común de principios e ideas. El empeño sería difícil, pero podría avanzarse en la dirección de un marco común que afectara a la regulación, supervisión y límites de la innovación financiera. Si la reforma no se considerara una cuestión fundamental, la eventual normalización de los mercados preservaría la estructura existente, y ello implicaría mantener la tendencia al aumento de la propensión al riesgo y a la inestabilidad financiera, que se acentuaría cuando el paso del tiempo suavizara la negativa experiencia actual.

Se han dado pasos significativos en la dirección de moderar la dinámica existente. El más importante, a mi juicio, ha sido cambiar el estatuto de los principales bancos de inversión americanos colocándolos bajo el paraguas de los grandes bancos comerciales y, sobre todo, bajo la supervisión y control de la Reserva Federal. ¿Por cuánto tiempo? ¿Esta modificación alterará su potencia innovadora y competitiva? ¿Se controlará la actividad de los *hedge funds*? ¿Se pondrá coto a las operaciones OTC (*over the counter*)?

Mi posición personal es destacar que las finanzas son un área muy especial en la cual no se pueden aplicar, sin matizaciones muy importantes, conceptos e ideas que los economistas empleamos normalmente. Wolf (2008: 5) ha sintetizado en pocas y precisas pala-

bras la peculiaridad de las finanzas: su fundamento son las promesas, que, por su propia naturaleza, pueden no cumplirse. Sobre todo, los receptores de las promesas saben que pueden romperse. Esto hace al sistema financiero vulnerable sobre un futuro inherentemente incierto.

3. Revisión de proposiciones en las finanzas

Cinco proposiciones, aceptadas con generalidad, deberían revisarse; esa posible revisión suscita, sin embargo, interrogantes de difícil respuesta:

a) *La competencia en las finanzas promueve la reducción de los costes de intermediación y mejora la asignación de los recursos.* ¿Debe entenderse que cuanto más elevado sea el nivel de competencia mayores serán los efectos positivos? ¿Deben establecerse límites severos en el nivel de competencia?

b) *La innovación financiera es un factor positivo que coadyuva al refinamiento del proceso de formación de precios.* ¿Es cierto en todos los casos? ¿Ha sido acertada la transformación masiva de un activo inmobiliario como la vivienda en otro de carácter financiero dotándolo de liquidez? ¿La creación de activos opacos, difíciles de comprender y aún más difíciles de valorar, es una aportación positiva?

c) *Los agentes económicos que actúan como profesionales en las instituciones y mercados financieros son los que deben regular la actividad en las finanzas.* ¿No existen conflictos de interés, costes de agencia? ¿Debe considerarse que los creadores de *bonus* abusivos, que apuntan al corto plazo como objetivo prioritario para conseguir-

los, son los más indicados para diseñar y vigilar el marco regulatorio?

d) *La mayor concentración financiera genera economías de escala y reduce el riesgo mediante la diversificación.* La dinámica de los últimos años ha elevado el nivel de concentración financiera; las figuras dominantes son ahora los grandes conglomerados financieros, universales en el doble sentido de operar en todas las actividades y en todos los países. En el caso de que una de estas entidades gigantescas tenga dificultades, los problemas que surgen son extraordinarios, como ya he apuntado. El tamaño, en sí mismo, se ha configurado como un riesgo sistémico fundamental. De ahí la propuesta para incentivar la reducción de la dimensión de las entidades, separándolas funcionalmente y penalizando, según la magnitud, en términos fiscales y de nivel de endeudamiento permitido. Una vuelta a las ideas fundamentales de la legislación Glass Steagall es crecientemente considerada (Buiter, 2009).

e) *La titulización supone una reducción del riesgo mediante la mayor diversificación de los propietarios de los activos.* La crisis actual arroja dudas muy razonables al respecto. Como se ha señalado:

Muchos reguladores argumentan que la transferencia de riesgo desde el balance bancario a varios inversores es una distribución deseable del riesgo. Pero lo que importa no es el número o el nombre de aquellos a los que se ha transferido el riesgo, sino su comportamiento. La transferencia de riesgo desde los bancos es una cesión desde un *soportador (absorber)* a entidades que actúan como *comerciantes (traders)* del riesgo, o *amplificadores*. Esto no distribuye el riesgo, sino que lo concentra. Los supervisores han ignorado o malentendi-

do la distribución entre comerciantes y soportadores de riesgo, y la necesidad de heterogeneidad (European Parliament, 2007: 26).

Las cinco proposiciones deberían analizarse con profundidad. Cuanto más fuerte sea la competencia, mayores los incentivos a la innovación financiera, más alto el nivel de autorregulación y más acentuada la concentración financiera, superior será la propensión al riesgo y mayor la probabilidad de que sea sistémico.

Me parece evidente, además, la necesidad de revisar profundamente el esquema de Basilea II, fundamentado en la confianza en la agencias calificadoras del riesgo (*rating*) y en la capacidad de la propia comunidad financiera privada para medir su propio riesgo. De nuevo, es sencillo apuntar las debilidades, pero complejísimo proponer soluciones y modelos alternativos.

4. Efectos de la liberalización financiera

Se argumenta que la liberalización y la extensión de las finanzas ha permitido una mejor asignación de los recursos a escala mundial, lo cual resulta difícil de aceptar a la vista de las hipotecas *subprime* y de los activos tóxicos. Los defensores de la liberalización financiera admiten la mayor frecuencia de los episodios de crisis, pero los consideran el coste de poder optar a un mayor ritmo de crecimiento económico que, considerando períodos de bonanza y crisis, sería superior al que se hubiera producido sin esa liberalización. Parecen convenientes algunas matizaciones.

1) Al considerar datos promedios del coste de las crisis en términos de PIB, se ocultan situaciones catastróficas. Por ejemplo, la factu-

ra fiscal de la crisis de Indonesia que se inició en 1997 ascendió al 55 por 100 del PIB, y en Tailandia al 35 por 100. Esos desastres, como el corralito argentino, van más allá del coste económico, y producen desestabilización y desintegración social.

2) El crecimiento económico del mundo en las últimas décadas se ha debido, sobre todo, al de algunos grandes países emergentes, China e India en particular. Merece la pena subrayar que esos países han resistido los cantos de sirena de las bondades de la liberalización financiera; también que otros países con un marco liberalizado han optado por acumular reservas internacionales, esterilizando el impacto sobre sus economías de las entradas de capital del exterior, a la vista de la experiencia de huidas bruscas en el pasado.

Conviene recordar que un factor negativo en la Gran Depresión fue la esterilización monetaria de las entradas de capital por los países receptores (Estados Unidos y Francia), pese a la vigencia del patrón oro, lo cual impidió entonces, lo mismo que ahora, que se pusieran en marcha los mecanismos equilibradores de los movimientos internacionales de capital a través del tipo de cambio de las monedas y del comercio exterior.

3) La fortísima expansión financiera de las últimas décadas ha sido un factor impulsor del crecimiento económico; ahora, el inevitable adelgazamiento de las magnitudes financieras implica retrocesos del producto nacional, aumento del desempleo y una pesada carga de deuda pública.

V. DE NUEVO, LAS IDEAS. NOTA FINAL

En este último apartado, como en el primero, me refiero a

las ideas. El concepto clave es el de *riesgo*. A partir de las aportaciones teóricas de Markovitz, Black, Scholes, Merton y Sharpe, se han ido «corriendo las lindes», transformando progresivamente la incertidumbre en riesgo susceptible de distribución de probabilidad, optando, por facilidad de cálculo, a la distribución normal.

Sin entrar en la solidez de los cimientos de esa construcción, ni tampoco en su validez en el tiempo en que fueron concebidos y empezaron a aplicarse, parece imponerse la evidencia de que la situación actual está caracterizada por:

— Mayor homogeneización de los comportamientos.

— Disponibilidad de datos básicamente para los años de estabilidad financiera.

— Presión hacia la transparencia.

— Tendencia a la uniformidad en la regulación.

Estos factores han inducido a una mayor intensidad de los comportamientos gregarios, y al aumento de la frecuencia e importancia de las crisis financieras.

Especial transcendencia tiene que el esfuerzo regulador haya considerado exclusivamente el riesgo microeconómico, sin tener en cuenta el riesgo cada vez mayor de una crisis sistémica como la actual.

Nos encontramos en una situación que tiene algún parecido con la de la década de los años treinta del pasado siglo. Entonces, la poderosa construcción clásica entró en crisis debido a su incapacidad para explicar la situación; de

ahí el descrédito de los economistas. Ahora, el edificio neoclásico, pleno de rigor, no sólo es incapaz de explicar y afrontar la crisis, sino que ha contribuido y respaldado los principios y el desarrollo de las ideas e instrumentos que sirven de base a los comportamientos financieros, y moldean las características de las instituciones. También ha sufrido el prestigio de los economistas por la insistencia en negar la realidad y la incapacidad de proponer soluciones más allá de inundar el mundo de liquidez.

Keynes dedica el último párrafo de la *Teoría General* a destacar que el poder de las ideas supera al de los intereses creados. En la crisis financiera actual, las ideas que rigen el comportamiento de los directivos de las instituciones financieras y de los gestores profesionales de carteras coadyuvan con los intereses de los grandes protagonistas de las finanzas que actúan en torno a los mercados financieros.

Confluyen así ahora las ideas con los intereses económicos que van más allá de los empresariales del mundo financiero. Los mercados, instrumentos e instituciones tienen el apoyo de un sofisticado tejido teórico elaborado por los expertos financieros, en particular en el entorno de poderosas escuelas de negocios, y de las propias grandes instituciones financieras, que se han dotado de un potente músculo intelectual.

El informe ya citado del Parlamento Europeo se pronuncia en los siguientes términos:

Un tema persistente de este Informe es el fracaso intelectual de la filosofía de la regulación financiera que ha dominado el pensamiento oficial de las dos últimas décadas, y se ha incorporado en

Basilea II y la CRD (Capital Requirement Directive). El análisis se ha concentrado de manera excesiva en el riesgo microeconómico, utilizando técnicas de sensibilidad al riesgo basadas en los mercados que, en el caso de situaciones extremas, pueden exacerbar riesgos sistémicos, y que han provocado un persistente fracaso en incorporar los riesgos sistémicos al diseño de las instituciones reguladoras y a la gestión del riesgo (European Parliament, 2007: 57).

Terminaré aludiendo a Minsky y a Keynes; el pensamiento de ambos vuelve a estar de actualidad. En 1977, Minsky señalaba:

En los últimos cuarenta años una interpretación de la teoría de Keynes, que virtualmente ignoraba su preocupación por los mercados financieros y su funcionamiento, ha sido asimilada por la teoría *standard*. Ahora que los problemas de la economía y de la inestabilidad financiera aparecen considerables en el mundo, la cuestión relevante es si aquellas partes de la teoría de Keynes que apuntan hacia una visión financiera y cíclica de la economía (que ha sido en gran medida ignorada en la construcción de la teoría *standard* de hoy) pueden servir como base de la nueva teoría que se necesita (Minsky, 1977: 290).

NOTAS

(1) Mi libro *Revolución en las finanzas* intenta recoger estos cambios. Lo redacté en el segundo semestre de 2007, cuando se produjeron los primeros incidentes de la crisis financiera actual, y se publicó en enero de 2008.

(2) En KINDLEBERGER (1989: 67-68) se especifican los activos objeto de especulación a lo largo de la historia. En el apéndice B (pp. 291-298) se anotan las crisis financieras que se han producido entre 1720 y 1987. Ese detalle de los activos y crashes aparece actualizado en WORLD BANK (2001: 80-81). Con motivo de la crisis actual, los inventarios de crisis a lo largo de la historia son numerosos; tiene especial interés el realizado por REINHART y ROGOFF (2008a).

(3) REINHART y ROGOFF (2008, a, b y c) han realizado una investigación exhaustiva de los episodios de crisis financieras en los últimos siglos.

(4) KAMINSKY y REINHART (1999) han estudiado las crisis bancarias asociadas a las de balanza de pagos (crisis gemelas).

(5) La experiencia de la volatilidad del capital exterior explica la reticencia de muchos países emergentes y la tendencia a acumular reservas en previsión de huídas de capital. WOLF (2008) analiza con detalle este proceso.

(6) En mi libro sobre la burbuja japonesa (TORRERO, 2003), analizo este proceso.

(7) En TORRERO (2006) se explica esta crisis y se recoge bibliografía esencial sobre el tema.

(8) *El Informe Anual* del Bank for International Settlements —BIS— (2009), en su cronológica del desarrollo de la crisis, señala: «... la caída de Lehman Brothers el 15 de septiembre activó la tercera y más intensa etapa de la crisis: una pérdida global de confianza, detenida sólo después de intervenciones públicas extensas y sin precedentes» (p. 16).

(9) Ver, en este sentido, J.L. YELLEN (2009: 47, 48). Deseo dejar clara mi posición. A mi juicio, no se tendría que haber permitido la escalada de riesgo; sin embargo, una vez cometido el dislate, hay que ser sumamente cuidadoso con decisiones que pueden provocar un pánico sistémico, como el que se produjo con la caída de Lehman Brothers.

(10) Ver, en este sentido, DAS (2006: 20, 21).

BIBLIOGRAFÍA

- BAGEHOT, W. (1873), *Lombard Street: el mercado monetario de Londres*, FCE, México, 1968.
- BANK FOR INTERNACIONAL SETTLEMENTS —BIS— (2009), *79 Annual Report*, abril 2008-31 de marzo de 2009. Basilea 29 de junio.
- BERNANKE, B. (1983), «Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression», *The American Economic Review*, junio: 257-276.
- (2005), «Entrevista con R.E. Parker», en R.E. PARKER, *The Economics of the Great Depression. A Twenty-First Century Look Back at the Economics of the Interwar Era*, Edward Elgar, Gran Bretaña, 2007.
- BUIITER, W. (2009), «Too big to fail is too big», *Financial Times*, ft.com/maverecon, junio: 1-4.
- DAS, S. (2006), *Traders, Guns & Money. Knowns and unknowns in the dazzling of derivatives*. FT. Prentice Hall. Gran Bretaña.
- EUROPEAN PARLIAMENT (2007), «Financial supervision and crisis management in the EU», *IP/A/Econ/St2007-069*.
- FRIEDMAN, M. y A.J. SCHWARTZ (1963): *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press.
- KAMINSKY, G.L., y C.M. REINHART (1999), «The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems», *American Economic Review*, junio, vol. 89, nº 3: 473-499. Publicado en español en, M. GUITIÁN y F. VARELA (eds.), *Sistemas financieros ante la globalización*, Ed. Pirámide, Madrid, 2000.
- KAUFMAN, H. (2009), «Who is primarily responsible for the credit crisis?», en *Annual Hyman P. Minsky Conference on the State for the U.S. and World Economies*, abril 16-17, Nueva York, The Levy Economic Institute.
- KEYNES, J.M. (1931), «Charla radiofónica para la cadena norteamericana CBS», 12 de abril, *The Collected Writings*, Royal Economic Society, vol. XX: 515-522.
- (1933), «National self-sufficiency», *The New Statesman and Nation*. (8 de Julio). *The Collected Writings*, Royal Economic Society, vol. XXI: 233-246.
- KINDLEBERGER, C.P. (1989), *Manías, pánicos y cracs*. Edición original en inglés: Basic Books, EE.UU. 1978. Edición revisada en 1989. Versión española en Ed. Ariel, Barcelona, 1991, a la que corresponde la referencia.
- KNIGHT, F.H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin Company. Reeditado por University of Chicago Press, 1971.
- MINSKY, H. (1977), «The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to "standard theory"», *Nebraska Journal of Economics and Business*. vol. 16(1), invierno 1977: 5-16, en J.C. WOOD, *John Maynard Keynes. Critical Assessments*, vol. IV, Croom Helm, Gran Bretaña, 1983.
- OLSON, M. (2000), *Poder y prosperidad. La superación de las dictaduras comunistas y capitalistas*. Primera edición en inglés año 2000; en español, Siglo Veintiuno, Madrid, 2001.
- POLANYI, K. (1944), *La gran transformación. Crítica del liberalismo económico*. Primera edición en inglés de Ed. Rinehart, Nueva York. En español: Ed. La Piqueta, Madrid, 1989. Nueva edición con presentación de Stiglitz: FCE, Argentina, 2007.
- REINHART, C.M., y K.S. ROGOFF (2008a), «Is the 2007 U.S. subprime financial crisis so different? An international historical comparison», *NBER, working paper 13.761*, enero.
- (2008b), «This time is different: A panoramic view of eight century of financial crises», *NBER, working paper 13.882*, marzo.
- (2008c): «Banking Crises: An equal opportunity menace», *NBER, working paper 14.587*, diciembre.
- SAMUELSON, P.A. (2009), «Una pronta recuperación: ¿ficción o realidad?», *El País. Negocios*, 26 de Julio de 2009: 8.
- TOBIN, J. (1984), «On the efficiency of the financial system». *Lloyds Bank Review*, número 153: 1-15. Incluido en P.M. JACKSON (ed.), *J. Tobin. Policies for Prosperity. Essays in a Keynesian Mode*, Wheatsheaf Books, Gran Bretaña, 1987.
- TORRERO, A. (2003): *La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón*, Ed. Témpora, Madrid.
- (2006), *Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios*. Ed. Marcial Pons, Madrid.
- (2008), *Revolución en las finanzas. Los grandes cambios en las ideas. Represión y liberalización Financiera*, Ed. Marcial Pons, Madrid.
- WOLF, M. (2008), *Fixing Global Finance*, The Johns Hopkins University Press. EE.UU.
- WORLD BANK (The) (2001), *Finance for Growth. Policies in a Volatile World*, Oxford University Press, EE.UU.
- YELLEN, J.L. (2009), «A Minsky meltdown: Lessons for central bankers?», en *Annual Hyman P. Minsky Conference on the State for the U.S. and World Economies*, abril 16-17, Nueva York. The Levy Economic Institute. Deseo dejar constancia de mi agradecimiento a D. Jesús Mallol por facilitarme este informe.

Resumen

La recesión de 2008-2009 pasará a la historia económica mundial por su intensidad y por ser la primera crisis económica verdaderamente global. Una característica fundamental, y en parte diferencial, de la reciente crisis es el papel fundamental que la sobrevaloración del precio de los activos inmobiliarios ha jugado en el proceso de debilitamiento del sistema bancario y en la transmisión internacional de los problemas financieros y crediticios. En este artículo se presenta una visión sintética de los factores determinantes de la crisis financiera a partir de los incentivos perversos en el sistema de financiación inmobiliaria; un análisis de las nuevas propuestas de regulación financiera y su escasa viabilidad; una propuesta modesta de regulación que podría evitar los problemas que han conducido a la situación actual y una discusión sobre las lecciones aprendidas de la crisis. La última sección contiene las conclusiones.

Palabras clave: crisis actual, burbuja inmobiliaria, sector público.

Abstract

The 2008-09 recession will become part of world economic history for its intensity and for being the first truly global economic crisis. One fundamental, and in some way differential feature, of the recent crisis is the key role played by real-estate assets overpricing within the weakening process of the banking system and the international transmission of financial and credit problems. In this article a synthetic view of the factors that determine the financial crisis stemming from the perverse incentives in the financing housing system; an analysis of the new financial regulation proposals and their scarce viability; a modest regulatory proposal that could avoid the problems that have led to the current situation and a discussion about the lessons learnt from the crisis. The last section includes the conclusions.

Key words: current crisis, real-estate bubble, public sector.

JEL classification: E32, E51, G21.

FINANCIACIÓN INMOBILIARIA, BURBUJA CREDITICIA Y CRISIS FINANCIERA

LECCIONES A PARTIR DE LA RECESIÓN DE 2008-2009

José GARCÍA MONTALVO

Universitat Pompeu Fabra e IUIE

I. INTRODUCCIÓN (*)

La recesión de 2008-2009 pasará a la historia económica mundial por su intensidad y por ser la primera crisis económica verdaderamente global. Una característica fundamental, y en parte diferencial, de la reciente crisis es el papel fundamental que la sobrevaloración del precio de los activos inmobiliarios ha jugado en el proceso de debilitamiento del sistema bancario y en la transmisión internacional de los problemas financieros y crediticios. En este artículo se presenta una visión sintética de los factores determinantes de la crisis financiera a partir de los incentivos perversos en el sistema de financiación inmobiliaria; un análisis de las nuevas propuestas de regulación financiera y su escasa viabilidad; una propuesta modesta de regulación que podría evitar los problemas que han conducido a la situación actual y una discusión sobre las lecciones aprendidas de la crisis. La última sección contiene las conclusiones.

II. LAS CAUSAS DE LA CRISIS

La ciencia económica está plagada de controversias y posiciones contrapuestas. De hecho, se suele criticar a los economistas por juntarse dos en una sala y tener al menos tres opiniones. Pero si hay algún tema que genera pocas controversias entre los economistas es la importancia fundamen-

tal de los incentivos. De hecho, podríamos decir que la economía ha pasado, con el tiempo, de ser la ciencia que estudia la asignación de recursos escasos a usos alternativos a ser la ciencia que estudia los resultados de diferentes sistemas de incentivos.

De forma muy sintética, se pueden resumir las causas de la crisis financiera de 2008-2009 en tres: la «avaricia», la «estupidez» (1) y los incentivos perversos que se extendían por todas las esquinas del proceso de financiación del sector inmobiliario. En este apartado se presenta una interpretación de los dos primeros factores.

1. Con A de avaricia

Nuestra historia sobre la importancia de los sistemas de incentivos como determinantes de la crisis actual comienza con la «avaricia de los banqueros». Ésta sería la interpretación popular. La realidad es que los sistemas de incentivos de los ejecutivos bancarios durante los años de la burbuja crediticia impulsaron a éstos a tomar riesgos superiores a los que serían deseables. Los problemas de la utilización de incentivos de alto poder cuando existen conflictos de intereses entre acreedores y gestores son bien conocidos y bastante diferentes a los que se presentan en el caso tradicional de los accionistas y los gestores. En el sector financiero de principios del siglo XXI estos pro-

blemas se vieron agudizados por el enorme peso que el sector había adquirido en el conjunto de los beneficios generados por la economía de los Estados Unidos. Hasta 1985, el sector financiero representaba el 16 por 100 de los beneficios empresariales de la economía en su conjunto. Durante la última década, estos beneficios se dispararon hasta representar el 41 por 100.

Pero la «avaricia» no es suficiente *per se*. En un mercado perfecto, la avaricia de los diferentes agentes se combina para generar el resultado más eficiente. Pero el sistema financiero puede generar externalidades enormes sobre el resto de la economía y, por tanto, precisa de una apropiada regulación. Desafortunadamente, la creciente importancia del sector financiero le permitió influir de manera decisiva en la regulación del sector. Como consecuencia de la búsqueda de rentas, motivada por los incentivos de alto poder de los ejecutivos bancarios, algunas de las regulaciones más importantes del sector (como la separación de la banca comercial y la banca de inversión) fueron eliminadas.

Finalmente, la competencia en el sector, junto con los incentivos de alto poder de los ejecutivos y la reducción de la regulación, alentó la toma excesiva de riesgos. Algunas reflexiones posteriores de altos ejecutivos muestran claramente cómo la competencia provocaba efectos negativos en el sector. El que fuera consejero delegado de Countrywide Financials (2) hasta julio de 2008, Angelo Mozilo, reconocía: «no podíamos parar de prestar mientras el resto seguía prestando sin señales de problemas».

2. Con E de estupidez

Una segunda interpretación, de alguna manera complementa-

ria a la primera, está relacionada con la estupidez de banqueros. La visión más generalizada cuestiona que los ejecutivos bancarios y los inversores entendieran la valoración del riesgo de los instrumentos financieros estructurados derivados de operaciones de *pooling* y *tranching* como *collateralized debt obligations* (CDO) y derivados sobre éstos (por ejemplo CDO²). Algunos economistas buscan como chivo expiatorio a los matemáticos financieros (llamados en el argot *quants*) y, en particular, a Mr. Li (3). Gran parte de la valoración de los CDO utiliza la técnica de cópulas gaussianas derivada de Li (2000) que utilizaban tanto los gestores de Wall Street como los reguladores y las agencias de calificación.

Esta acusación no es totalmente acertada. Como en cualquier modelo, los supuestos son fundamentales para obtener las conclusiones. El modelo de Li (2000) utiliza varios supuestos que son falsos, o al menos se convirtieron en falsos con el paso del tiempo. En primer lugar, supone distribuciones normales, a pesar de que la mayoría de las variables financieras de interés siguen distribuciones con colas «gordas». En segundo lugar, y más importante, supone que la correlación entre los impagos en los subyacentes hipotecarios se puede calcular a partir de datos históricos de *credit default swaps* entre bonos corporativos tomando como referencia los años del *boom* de la década de los noventa. Este cálculo no tiene en cuenta la posibilidad de que una bajada agregada de los precios de la vivienda, por ejemplo, produzca un aumento grande de la correlación entre los impagos de las hipotecas subyacentes en un CDO. Aunque, claro está, con datos históricos, los precios agregados de la vivienda nunca habían caído en Estados

Unidos antes de 2006. El cálculo tampoco tiene en cuenta que las tasas de impago de *pools* de bonos corporativos no tienen mucho que ver con la correlación entre las tasas de impago de *pools* de hipotecas. Además, en ciclos recesivos la correlación del impago de préstamos hipotecarios individuales aumenta dramáticamente (por el contrario de la constancia que supone el modelo de valoración de Li).

A los problemas de fijación de precios de activos derivados utilizando un modelo cuyos supuestos eran erróneos, se une otro tipo de estupidez que, como veremos tiene mucho que ver con los incentivos de las agencias de valoración. Por ejemplo, en 2007, Moody's descubrió con «sorpresa» que algunos de sus modelos de valoración del riesgo de CDO tenían errores computacionales que generaban valoraciones cuatro niveles superiores a los correctos. Además, los modelos utilizados para la predicción de impagos en las agencias de calificación no se actualizan desde 2002. Por ejemplo, en muchos casos se utilizaba el tamaño del crédito hipotecario que aparece empaquetado, y no el tamaño de la deuda total de la familia que solicitó el crédito; además nadie se sorprendió cuando la calidad crediticia (*credit score*) de los solicitantes de crédito deja de ser significativa en los modelos de probabilidad de impago estimados por las agencias de calificación después de 2003. Ésta sería una clara indicación de relajación de las condiciones de concesión de créditos que debería haberse tenido en cuenta en las calificaciones. Otro ejemplo: los *piggybacks* o segundos préstamos utilizados para pagar la entrada de las viviendas en Estados Unidos, tenían asignada una probabilidad de impago igual a los créditos de los préstamos principales. Además,

los *piggyback*s se empaquetaban en diferentes *pools* que los créditos de los que representaban el pago de la entrada, lo que impedía contabilizar adecuadamente las ratios préstamo/valor.

III. ORIGEN Y TRANSMISIÓN DE LA BURBUJA CREDITICIA

El factor más importante que explica la intensidad del impacto del pinchazo de la burbuja crediticia en el sistema financiero está relacionado con los incentivos perversos que plagaban todas las esquinas del sistema de financiación inmobiliaria. El elemento fundamental es el supuesto, compartido por todos los participantes en los mercados financieros e inmobiliarios, de que los precios nominales de la vivienda no podían caer. El hecho de que todos los agentes del sistema hicieran la misma apuesta genera un enorme riesgo sistémico (no diversificable). El volumen de esta apuesta era tan alto que John Paulson, gestor de un *hedge fund*, ganó 3.500 millones de dólares tan sólo en el año 2007 apostando a que los precios de la vivienda caerían (4). Otro indicador claro de la intensidad de la apuesta se puede encontrar en las declaraciones del CEO de Freddie Mac, quien reconocía que sus *stress tests* consideraban como la situación más desfavorable una caída de los precios máxima del 2 por 100. Más allá de este límite, la estabilidad financiera de Freddie Mac se veía comprometida, como se comprobó con posterioridad (5).

Se deben diferenciar tres elementos en el efecto de la crisis inmobiliaria sobre el sistema financiero: el impacto inicial, la propagación y los factores determinantes de la intensidad del

efecto. En este apartado se comentan los dos primeros elementos. El siguiente apartado contiene un análisis detallado de los incentivos perversos en el sistema de financiación inmobiliaria que han determinado la intensidad del efecto de la crisis inmobiliaria sobre el sector financiero.

1. El impacto inicial

El punto de partida del proceso de formación de la burbuja crediticia que da lugar, como veremos con posterioridad, a los excesos en el mercado inmobiliario, hay que buscarlo en el mantenimiento prolongado de unos tipos de interés muy bajos en Estados Unidos. Tras el pinchazo de la burbuja tecnológica, la Reserva Federal decidió bajar los tipos de interés en un movimiento lógico para estimular una economía que estaba ralentizándose rápidamente. El problema fue el mantenimiento de esos tipos de interés bajos durante demasiado tiempo. El gráfico 1 muestra la evolución del tipo de interés de la Reserva Federal (*Fed fund rate*) y el tipo de interés que indicaría la regla de Taylor, mecanismo habitual de fijación de los tipos de interés en los bancos centrales. Siguiendo la regla de Taylor, el tipo de interés de la Reserva Federal debería haber empezado a aumentar a principios de 2002, dada la recuperación observada en la economía norteamericana. Sin embargo, el banco central de Estados Unidos decidió continuar bajando los tipos de interés hasta llegar al 1 por 100 a mediados de 2003. El tipo de intervención no comenzará a subir hasta mediados de 2004. Para entonces, el tipo de interés, según la regla de Taylor debería haber estado situado en el 4 por 100 en lugar del 1 por 100 (6).

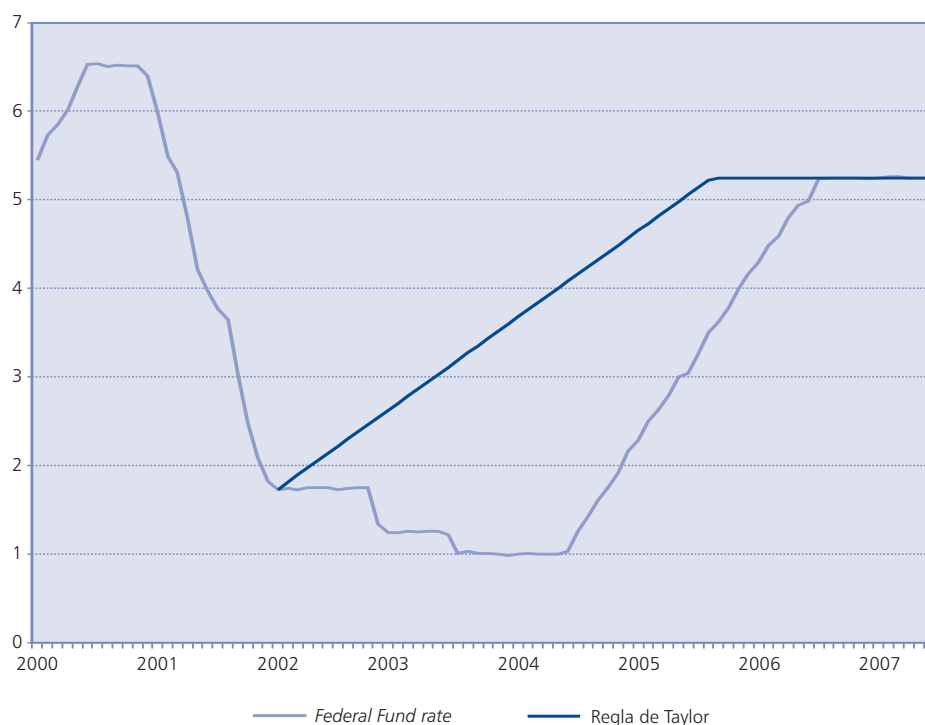
Otro factor que propició un gran nivel de liquidez y contribu-

yó al mantenimiento de unos bajos tipos de interés a largo plazo fue la transferencia de ahorro desde Asia y, en particular, la inversión china en activos de Estados Unidos (7). Los desequilibrios globales causados por la aceleración del proceso de globalización económica generaron un movimiento del ahorro en la dirección contraria a la esperada: desde algunos países en vías de desarrollo hacia los países desarrollados y, en particular, Estados Unidos. Este proceso generó un gran caudal de liquidez en busca de inversiones rentables. El exceso de liquidez, los bajos tipos de interés y el exceso de confianza de los inversores resultaron en una reducción significativa de las primas de riesgo.

2. El mecanismo de transmisión

El mecanismo de transmisión de los bajos tipos de interés y el exceso de liquidez a la formación de la burbuja inmobiliaria se produce a partir del contagio de las expectativas optimistas de los compradores de vivienda sobre el incremento futuro de los precios. Los bajos tipos de interés real, en ocasiones incluso negativos, y la confianza en que la inversión inmobiliaria es una inversión siempre rentable impulsan la demanda de viviendas. De esta manera, la oferta de fondos y la necesidad de encontrar nuevos activos con una cierta rentabilidad donde invertirla se encuentran con una demanda elevada de financiación para la compra de viviendas. Parte de esta demanda tiene como fundamento la compra-venta de viviendas como negocio, pero otra gran parte es compra de primera residencia. No obstante, incluso en este segundo caso, el componente de inversión es muy importante en la decisión de compra. El cuadro n.º 1 presenta una

GRÁFICO 1
TIPO DE INTERÉS DE LA RESERVA FEDERAL Y REGLA DE TAYLOR



Fuente: Taylor (2009).

CUADRO N.º 1

EXPECTATIVAS DE REVALORIZACIÓN DE LA VIVIENDA

Ciudad.....	Estados Unidos		España	
	San Francisco	Boston	Barcelona	Madrid
Compra como residencia principal (porcentaje).....	93,3	97,1	85,7	83,6
Componente inversión fundamental (porcentaje).....	52	48	48	50
<i>Aumento esperado del precio de su vivienda (en porcentaje)</i>				
En un año.....	5,8	7,2	16,6	15,1
Media de 10 años.....	15,7	14,6	26,5	25,6

Fuente: Case y Shiller (2004) y García Montalvo (2006).

comparación de las expectativas de los compradores de vivienda en el punto álgido de la burbuja inmobiliaria en dos ciudades de Estados Unidos (Case y Shiller, 2004) y dos ciudades españolas (García Montalvo, 2006) (8). Los

cuestionarios incluyen preguntas similares.

El primer hecho destacable es que la gran mayoría compra para utilizar la vivienda como primera residencia. En San Francisco y

Boston el porcentaje supera el 90 por 100. En Madrid y Barcelona supera el 80 por 100 por la importancia de la segunda residencia, que entre los compradores de estas dos ciudades se sitúa en torno al 10 por 100. Pero, a pesar de

CUADRO N.º 2

COMPARACIÓN DE LA PERCEPCIÓN Y LA REALIDAD

	Ciudades			
	Barcelona	Madrid	Coruña	Murcia
Incremento del precio percibido (porcentaje).....	27,7	26,6	21,3	27,1
Incremento tasación (porcentaje)	16,7	12,3	13,1	17,1

Fuente: García Montalvo (2006).

ser una vivienda que será utilizada como residencia habitual, en torno al 50 por 100 de los compradores en todas las ciudades señalan que el componente de inversión de la vivienda fue importante o muy importante para la decisión de compra.

Las últimas dos filas presentan la expectativa de aumento de los precios en las cuatro ciudades. Es importante tener en cuenta que la encuesta se realizó en un momento del ciclo inmobiliario similar en ambos países (en el año 2003 en las ciudades de Estados Unidos y en 2005 en las ciudades españolas). El incremento esperado para el siguiente año es moderado en San Francisco y Boston, mientras en Barcelona y Madrid supera el 15 por 100. Incluso más interesante es el nivel de las expectativas para los próximos 10 años (en media). En las dos ciudades de Estados Unidos supera el 14,5 por 100 mientras en las dos ciudades españolas supera el 25 por 100.

¿Reflejan estas expectativas el incremento de precios que se observa en estas ciudades? El cuadro número 2 muestra la comparación del incremento que los compradores creen que se ha producido en su ciudad en el último año con el incremento del precio de tasación en sus municipios. En todos los casos se observa que la percepción supera en mucho al incremento de los precios de tasación.

En el cuestionario español se incluyen algunas preguntas que no estaban recogidas en el de Estados Unidos. Una de ellas preguntaba a los compradores recientes de vivienda si pensaban que los precios de la vivienda estaban sobrevalorados. Un 94,5 por 100 de ellos señalan que consideraban que el precio de la vivienda estaba sobrevalorado. En algunas ciudades, hasta un 50 por 100 de los compradores recientes de vivienda consideran que el precio está sobrevalorado en al menos un 50 por 100. Sin embargo, en conjunto esperaban que la media de crecimiento de los precios durante los próximos 10 años fuera del 23,4 por 100. Este efecto es muy similar al observado en experimentos económicos donde se generan burbujas en precios de activos. Es difícil encontrar una evidencia más contundente de la enorme burbuja inmobiliaria que se estaba formando en España. Es muy difícil pensar en un sujeto racional que pueda mantener estas dos opiniones contradictorias (convicción de una elevada sobrevaloración corriente pero expectativa de crecimiento de los precios muy elevada en el futuro). Además la encuesta española señala que el 37,2 por 100 de los compradores de vivienda conocen algún familiar directo (o ellos mismos) que ha realizado operaciones de compra-venta de viviendas como negocio (9).

IV. INCENTIVOS PERVERSOS EN EL SISTEMA DE FINANCIACIÓN INMOBILIARIA

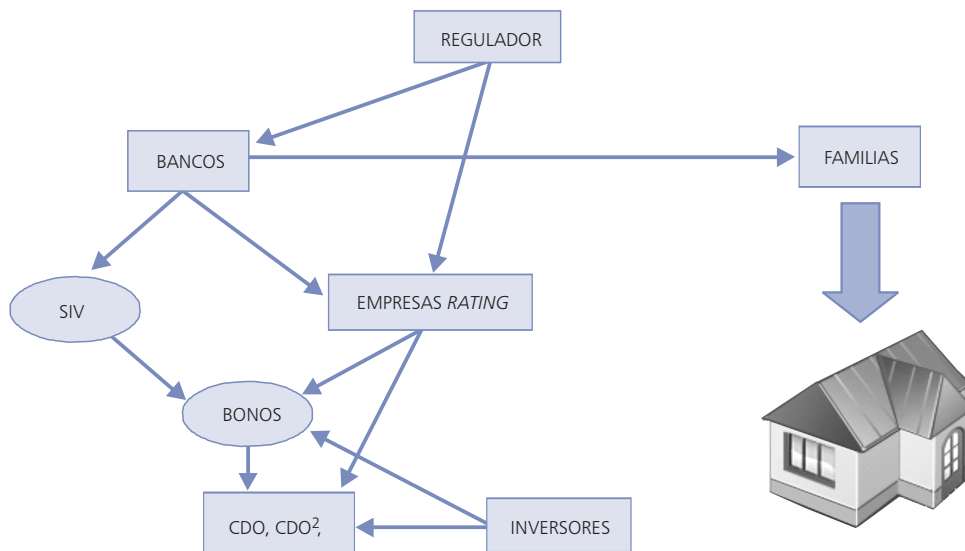
La intensidad de la crisis financiera de 2008-2009 tiene su explicación en un conjunto de incentivos perversos en todos los agentes de sistema de financiación inmobiliaria, que se auto-alimentaban en una espiral de generación de crédito muy difícil de detener sin la debilitación del supuesto básico del sistema: el crecimiento indefinido de los precios de la vivienda.

Los distintos participantes en el sistema de financiación inmobiliaria tenían incentivos perversos desde el punto de vista de la estabilidad financiera a largo plazo. El esquema 1 refleja las conexiones entre los diferentes agentes del sistema.

1. Los incentivos de los compradores de viviendas

Empecemos por los compradores de vivienda y las familias. La compra es la opción más favorable incluso si en el largo plazo no se podrá hacer frente a los pagos de la hipoteca pues, en Estados Unidos, la compra de una vivienda se podía considerar como un alquiler con opción de compra. Si los precios subían, se producían

ESQUEMA 1
EL SISTEMA DE FINANCIACIÓN INMOBILIARIA



ganancias de capital y la posibilidad de extraer parte de ese incremento en forma de *home equity*. Si los precios bajaban, simplemente no se ejercía la opción de compra y se dejaba de pagar la hipoteca. Es el conocido vulgarmente como *jingle bell*, por el sonido que hacen las llaves al dejarlas caer en un mostrador (o introducirlas por debajo de una puerta). El hecho de que muchas compras implicarán una entrada muy pequeña (o incluso se pudiera gestionar otro crédito para poder pagar la entrada) intensifica el incentivo de los compradores a devolver la vivienda si se produce una caída de los precios (Mayer *et al.*, 2009).

Los especuladores también mostraron interés por la financiación *subprime* y los productos *Alt-A*. De nuevo suponiendo que los precios seguían subiendo, la utilización de créditos a tipo variable con *teaser* (10), o tipos bajos muy bajos inicialmente que luego se reajustan a los tipos habituales de crédito de baja calidad, produce

un bajo coste de espera para vender durante algunos años y, por consiguiente, una elevada rentabilidad (11).

En el caso español, es evidente que al tratarse de préstamos personales con garantía hipotecaria la devolución de la vivienda no cancela la deuda cuando la vivienda ha caído de precio. Sin embargo, como se ha comprobado en el apartado anterior, en el árbol de decisión de los compradores españoles de vivienda la probabilidad asignada al evento de que los precios de la vivienda cayeran era prácticamente nula (12).

2. Los incentivos en el sistema bancario

Los incentivos perversos en los bancos que concedían las hipotecas son bien conocidos. Los *bonus* de los ejecutivos bancarios (13) dependían de los beneficios y, para generar un enorme caudal de beneficios en un ambiente de

creciente competencia, era precisa una política cada vez más agresiva de concesión de créditos. En este contexto, la relajación de los estándares pasó desde la reducción de los niveles de calidad crediticia exigidos para conceder créditos hasta la aprobación de créditos sin documentación o con falta de informaciones importantes (como, por ejemplo, la renta del solicitante). Pero los esquemas de incentivos perversos se extendían desde la cúpula de los bancos hasta los últimos eslabones de la cadena de producción hipotecaria. En el final de la cadena están los «comerciales de hipotecas» (*mortgage brokers*). Estos agentes tienen una comisión que depende del número de hipotecas que consigan realizar y del tipo de interés que puedan cargar al cliente. En particular, si un comercial hipotecario consigue que una familia con un buen historial crediticio acepte un crédito con características *subprime* o *Alt-A* (14) cuando por su calidad crediticia podría conseguir un buen crédito (*prime*),

el comercial cobra en función del diferencial del tipo de interés que se le cargará a la familia frente al que podía haber obtenido yendo a solicitar un crédito directamente a una entidad bancaria. En esencia, la comisión del comercial depende de su capacidad para incrementar la probabilidad de que la familia que contrata el crédito pierda su vivienda en el futuro. Por este motivo, la propensión a generar productos *subprime* era muy elevada.

El comercial llevará esta solicitud a un banco para que sea analizada y autorizada, o denegada, por un especialista en préstamos (*loan officer*). Es bien conocido que existían consignas en los bancos para autorizar la gran mayoría de los préstamos que se solicitaban. Algunos especialistas en préstamos han denunciado cómo les presionaban sus supervisores para no poner impedimentos en la concesión de créditos, aunque los solicitantes tuvieran muy baja calidad crediticia (15). Los supervisores tenían incentivos a generar el mayor número de créditos posible, y la dirección no se oponía por varios motivos. Entre ellos está la esencia del procedimiento de «originar para distribuir». En principio, la mayor parte de esos créditos que se concedían saldrían del balance de los bancos cuando fueran troceados y empaquetados en CDO. Por tanto, algunos autores señalan que los directivos bancarios tenían pocos incentivos para supervisar con rigor la concesión de créditos (Murphy, 2009). Al final, el riesgo lo corrían los inversores que compraban los bonos colateralizados.

El sistema de originar para distribuir, típico de la financiación inmobiliaria en Estados Unidos, es, según muchos analistas, el causante principal de la crisis financiera y de su expansión interna-

cional. El motivo fundamental sería el ya comentado: al transferir el riesgo, reduce el incentivo del originador para evaluar adecuadamente el riesgo de los tomadores de créditos (18). Sin negar que este efecto tenga alguna importancia, no es el más relevante en la explicación de la intensidad del impacto de la crisis inmobiliaria en el sistema financiero, como argumentaré con posterioridad.

3. Los incentivos de las agencias de calificación

Pero para poder vender con facilidad los bonos donde se han empaquetado las hipotecas es necesario que una agencia de calificación les ponga un buen *rating*. Y aquí tenemos el siguiente eslabón de la cadena de incentivos perversos. ¿Cómo es posible que las agencias de calificación cometieran errores tan graves en la valoración del riesgo de los CDO? Algunos autores argumentan que el problema fue la complejidad de los instrumentos financieros generados y los errores en los modelos de valoración. Pero el problema fundamental fue, de nuevo, una cuestión de incentivos. En diferentes demandas de inversores contra las agencias de calificación se han adjuntado correos electrónicos entre empleados de agencias de calificación en los que admitían que se estaban dando calificaciones de riesgo bajo (por ejemplo AAA) cuando eran conscientes de que los productos analizados eran tóxicos. Asimismo, existe evidencia de la complicidad entre las agencias de calificación y los bancos originadores: no era extraño que especialistas de las agencias calificadoras ayudaran a los bancos a estructurar sus productos (organizar las distintas capas de hipotecas) de manera que se aseguraran la máxima califica-

ción. La enorme demanda de productos estructurados y, por tanto, de calificación, unida a los incentivos perversos de bancos y agencias de calificación, provocó que se valoraran estructuras muy complejas en periodos de tiempo ínfimos (19).

¿Cuál es el sistema de incentivos en la relación entre originadores y calificadoras? Las agencias de calificación están más interesadas en poner *ratings* a productos estructurados porque las comisiones son mucho más elevadas, por su supuesta «complejidad», que las cobradas por bonos basados en productos simples. Por su parte, los bancos sólo pagan por la calificación si están de acuerdo con el *rating*. Caso contrario comienza el llamado *rating shopping* (20) que consiste en buscar otra agencia de calificación que ofrezca la calificación deseada (21). Es lógico concluir en este juego entre bancos y agencias que el equilibrio, por *backward induction*, es que la primera agencia de *rating* a la que acude el banco le ofrece la calificación deseada ante la posibilidad de que el cliente no pague por el trabajo y se vaya a otra agencia que le ofrezca el *rating* que quiere. Por tanto, en la industria de calificación comienza a extenderse un teorema no probado: siempre existe una organización de los paquetes del subyacente que produce la máxima calificación (AAA) en un producto estructurado (22).

4. Los incentivos de las agencias de tasación

¿Y en España? El sistema de financiación inmobiliaria es bastante diferente, puesto que se basa en el principio de «originar para mantener» en lugar de «originar para distribuir». No obstante, hay

ciertos paralelismos interesantes. Respecto a los incentivos de los ejecutivos bancarios, la situación es similar a la ya descrita. Cuando los directores de sucursal reciben una compensación variable en función del volumen de hipotecas que venden y, además, se les concede amplia discrecionalidad para tomar la decisión (sólo los créditos más voluminosos pasan por el comité de riesgos), es lógico esperar una relajación de estándares y una concesión acelerada de créditos hipotecarios. Pero en el caso español existe un aspecto muy importante y, en cierta forma, paralelo al papel de las agencias de calificación.

La calidad de un crédito hipotecario depende fundamentalmente de la ratio préstamo/valor. Además, el Banco de España recomienda que no se supere el 80 por 100 en dicha ratio. Las agencias de tasación en España han jugado en cierta forma un papel parecido al de las agencias de calificación en Estados Unidos. El procedimiento es el siguiente. Un cliente acude a un banco para solicitar un crédito para comprar una vivienda. El banco envía a una empresa de tasación a valorar el inmueble. Si el cliente no puede pagar el 20 por 100 de la entrada, la operación seguramente se perderá. Pero si el tasador aumenta el valor de la vivienda lo suficiente, entonces el cliente puede conseguir hasta el 100 por 100 (o más) del valor de la vivienda. Pero, ¿qué incentivo puede tener una empresa de tasación en entrar en este juego? Más del 50 por 100 de las tasaciones realizadas en España en un año concreto son hechas por empresas de tasación participadas mayoritariamente por bancos y cajas de ahorros. De nuevo, los incentivos de bancos, agencias de tasación y solicitantes de crédito están alineados, pero en la dirección contraria al interés ge-

neral y la estabilidad financiera en el largo plazo.

Además, la generalización de la sobrevaloración de las tasaciones tiene externalidades muy importantes. Incluso las empresas de tasación que intenten valorar correctamente una vivienda se enfrentarán, por los criterios habituales de la metodología de tasación, con problemas de inflación de precios, dado que uno de los factores más importantes a la hora de fijar el valor de tasación de un inmueble es el valor de tasación de inmuebles vendidos recientemente en el mismo bloque/manzana/barrio. La subida artificial de los precios de tasación provoca una espiral inflacionista difícil de contener. Por tanto, en la medida en que la calidad de un crédito hipotecario depende de la ratio préstamo/valor, la acción de las empresas de tasación en España ha sido paralela a la acción de las agencias de calificación en el sistema de originar para distribuir de Estados Unidos. Los bancos han apuntado como activos de buena calidad unas hipotecas que realmente tenían un colateral cuyo valor no se correspondía con la aparente calidad de la hipoteca. Además, esto les permitía realizar un modo de «escapada regulatoria», pues los requerimientos de capital son más elevados para hipotecas con elevadas ratio préstamo/valor. De nuevo, aquí nos encontramos con un cierto paralelismo con la escapada regulatoria que los bancos norteamericanos conseguían sacando las hipotecas de su balance y colocándolas en instituciones financieras no reguladas por las autoridades bancarias (*shadow banking system*).

Las consecuencias de esta sobrevaloración en las tasaciones se agravan al ser publicada la agregación de los valores de tasación

por el índice de precios del Ministerio de la Vivienda. En los momentos de aumento de los precios, la subida era tan importante que todos los medios de comunicación recogían la noticia del incremento trimestral de los precios de tasación en grandes titulares. Esta atención mediática generaba miles de nuevos inversores, atraídos por la enorme rentabilidad de la especulación inmobiliaria. Por tanto, un proceso que comienza con un acuerdo privado entre un cliente hipotecario y una agencia de tasación acaba teniendo importantes externalidades que afectan al conjunto de los ciudadanos.

La importancia de este proceso de sobrevaloración interesada de las agencias de tasación en el caso español no implica que el tema no sea también importante en otros países. En Estados Unidos, y aunque la cuestión de las agencias de calificación es más importante, las empresas de tasación también se convirtieron en un gran contribuidor a la espiral de aumento de precios, en lugar de ponerle freno como deberían haber hecho. Por este motivo, en mayo de 2009 entró en efecto una nueva legislación para empresas de tasación (*Home Value Code of Conduct*) que pretendía reducir los conflictos de intereses y salvaguardar la independencia de los tasadores. Dos cosas sorprenden en esta legislación. En primer lugar, las dificultades para su adopción, a pesar de tratarse de una pieza menor dentro del nuevo entramado regulatorio del sector financiero que planea la administración Obama. En segundo lugar, la nueva legislación impide que los agentes inmobiliarios y los *brokers* hipotecarios puedan solicitar tasación, dejando todo el control del proceso en manos de... ¡los bancos! Aunque en una primera impresión esto puede pa-

recer una buena idea (los bancos son los que prestan y, por tanto, al arriesgarse, tendrían más interés en que las tasaciones fueran correctas), el sistema de originar para distribuir reduce los incentivos de los bancos para conseguir tasaciones adecuadas. Por otra parte, la experiencia española no augura buenos presagios para la nueva normativa. La asociación de agentes de tasación de Estados Unidos se opone a la nueva legislación argumentando que es una fórmula para continuar con los problemas de fraude que venían denunciando desde hace diez años. Los tasadores honestos han ido desapareciendo del mercado, expulsados por un sistema donde *brokers*, agentes, bancos y compradores de vivienda les presionaban para inflar las tasaciones. En particular, grupos de tasadores habían pedido durante mucho tiempo establecer cortafuegos entre ellos y los bancos. La nueva legislación hace precisamente lo contrario.

5. Los incentivos del regulador

Según el esquema 1 todavía falta un agente por comentar: la actuación del regulador. Los objetivos del regulador, influidos por los objetivos de los políticos y del Gobierno, tienen mucho que ver con los problemas posteriores de todo el sistema. Una de las proclamas electoralistas de Bush Jr. fue la promoción de la sociedad de los propietarios (*ownership society*) (23). Esta política tenía dos ventajas claras: proporcionaba grandes contribuciones electorales de los sectores interesados (no sólo bancos, sino también instituciones del sector bancario en la sombra, *brokers* inmobiliarios, etc.) y era muy popular entre el electorado (24). Con este objetivo en mente, las sociedades es-

ponsorizadas públicamente Freddie Mac y Fannie Mae fueron conminadas a garantizar préstamos cada vez más arriesgados, entrando de lleno en el mercado *subprime*. Los escándalos contables de Freddie Mac en 2003 o la creciente utilización de derivados e instrumentos complejos por las dos agencias deberían haber supuesto una llamada de atención. Muy al contrario, cualquier crítica a las políticas dirigidas a aumentar la proporción de propietarios de vivienda fue obviada. Así sucedió con el famoso «memorandum Montgomery» de 2005, donde el comisionado de la Federal Housing Administration advertía de que los créditos *subprime* eran el «oro de los bobos».

El resultado de estas acciones del regulador es la consecución del objetivo perseguido: la proporción de propietarios de vivienda subió hasta el 69,3 por 100. El coste: la quiebra y salvamento de Freddie y Fannie, la acumulación de problemas financieros en las familias propietarias y el contagio de todo el sector financiero. El beneficio en el largo plazo: ninguno. La tasa de propietarios de vivienda en el primer trimestre de 2009 volvía al 67,3 por 100 del año 2000 en un viaje de ida y vuelta que no ha llevado a ningún sitio. Si se contabiliza en términos de qué parte de las viviendas está ya pagada, las familias norteamericanas poseen la proporción de vivienda en propiedad más baja que hace diez años.

Finalmente, la cuestión es el motivo que llevó a los inversores a comprar estos productos. El exceso de liquidez propiciado por los bajos tipos de interés y la necesidad de mantener el ahorro de los nuevos países emergentes provocó una demanda masiva de activos que proporcionarían algo más de rentabilidad que el tipo de interés

a corto plazo. Sin duda, la aparente buena calidad crediticia de la mayoría de estos productos estructurados aumentó su demanda. Recordemos que muchos gestores tienen restricciones en el tipo de activos que pueden mantener en fondos de inversiones o de pensiones. En las entidades reguladas los activos con una alta calificación tienen menos coste en términos de capital. Sin olvidar que reglas como la «2-20» (25) de compensación de los gestores de *hedge funds* generan un gran incentivo a la toma excesiva de riesgo.

V. EL MECANISMO DE AMPLIFICACIÓN: DEL PINCHAZO INMOBILIARIO A LA CRISIS FINANCIERA

El círculo aparentemente virtuoso de bajos tipos de interés, exceso de liquidez y concentración crediticia en la financiación inmobiliaria se convierte en círculo vicioso cuando empieza a fallar el supuesto fundamental que explicaba el esquema de incentivos perversos. Los tipos de interés comienzan a subir y los precios de la vivienda empiezan a moderarse. En un contexto de precios decrecientes, el esquema del apartado anterior funciona en reversa: los compradores de vivienda dejan de pagar las hipotecas, los bancos dejan de estar interesados en originar nuevos créditos y se acumulan viviendas embargadas que se venden a precios de saldo, provocando una caída superior de los precios. El sistema comienza a funcionar en reversa.

El primer efecto de amplificación se produce a partir de los balances de las entidades financieras. La caída del precio de los activos inmobiliarios reduce el capital y fuerza al incremento de los márgenes y las condiciones de

concesión de créditos. En segundo lugar, la propensión a la concesión de créditos se hunde, dado que los bancos tienen gran incertidumbre sobre su capacidad de acceso a los mercados de capitales (que también se colapsaron) y comienzan a acumular liquidez (26). Los intermediarios financieros con mayor exposición a la financiación inmobiliaria comienzan a caer, lo que genera un pánico bancario. Ésta es la situación que se vive en octubre y noviembre de 2008.

Brunnermeier y Pedersen (2009) distinguen entre dos tipos de problemas de liquidez que están en el origen del mecanismo de amplificación del *shock* inicial de caída del precio de los activos inmobiliarios. La liquidez de los fondos (*funding liquidity*) y la liquidez de mercado (*market liquidity*). Un elevado nivel de liquidez de los fondos implica que es sencillo conseguir financiación. Los *margin calls* (diferencia entre el precio de un activo y su valor como colateral) deben financiarse con capital. Para esto es necesario poder financiarse a corto plazo con papel comercial o *repos*. Cuando el mercado de papel comercial se colapsa, como sucedió en el último trimestre de 2008, es difícil refinanciar los márgenes con instrumentos a corto plazo.

La liquidez de mercado hace referencia a la dificultad de conseguir financiación mediante la venta de activos. En esta situación, resulta muy costoso reducir el balance de una entidad financiera que precisa reequilibrar sus cuentas ante la disminución del precio de sus activos basados en bienes inmobiliarios. Estos problemas de liquidez generan caídas mayores de los precios de los activos y el desencadenamiento de un proceso de erosión de la solvencia. Gorton y Metrick (2009) argumentan

que las dudas sobre la liquidez del mercado de bonos usados como colateral pusieron un marcha un mecanismo de aumento del colateral requerido para cualquier operación, lo que convirtió en insolvente al sistema bancario de Estados Unidos.

VI. PANACEAS REGULATORIAS

La desregulación de los mercados durante las administraciones Clinton y Bush, y la falta de regulación de los nuevos instrumentos financieros, son para muchos los principales causantes de la crisis financiera. Por tanto, y en un típico movimiento de reacción extrema, las propuestas de regulación actual abarcan un gran número de medidas y actuaciones (27). Pasamos de la falta de regulación a un posible exceso. Hay que regular las retribuciones de los ejecutivos, aumentar los requerimientos de capital, exigir más capital a las entidades que generan un riesgo sistémico, crear un sistema de provisiones contracíclicas, aumentar el perímetro regulatorio, exigir condiciones muy restrictivas para sacar activos de balance, crear nuevas instituciones (de regulación macroprudencial, de control de riesgos pero a nivel europeo o mundial, etc.), crear agencias de protección del pequeño inversor, etcétera.

Otras propuestas son más originales y sofisticadas. Hart y Zingales (2009) argumentan que el principal problema para la regulación de las instituciones financieras es la doctrina del «demasiado grande para quebrar». Existen dos problemas en la regulación: por una parte, está el problema de la bancarrota de un gran banco y los efectos que esto pueda tener (28). El segundo problema es de economía política: las elec-

ciones son cada cuatro años y, por tanto, es mejor realizar actuaciones para reducir el coste hoy en lugar de esperar a conseguir el beneficio futuro. Lo que parece claro, según Hart y Zingales (2009), es que los bancos grandes y pequeños deben ser tratados diferencialmente desde el punto de vista regulatorio. La propuesta de Hart y Zingales (2009) es sencilla sobre el papel, aunque su puesta en práctica sería bastante más complicada. Se trata de utilizar el precio de los CDS (*credit default swaps*) como disparador para la intervención de un banco que imponga un riesgo sistémico. La propuesta implica que la decisión se adopte cuando el CDS supera el valor 100, aunque existiría una cierta discrecionalidad (29). Los supuestos son que el regulador puede cometer errores a la hora de valorar adecuadamente el nivel de capitalización de estas entidades, y que la intervención supone siempre un *haircut* en los acreedores.

El mecanismo propuesto por Hart y Zingales (2009) está relacionado con el propuesto por Kashyap *et al.* (2008), que implica el diseño de un contrato de seguro que aumenta automáticamente la disponibilidad de capital en caso de crisis. El problema de este mecanismo es la observabilidad del evento desencadenante. En el caso de Hart y Zingales (2009), el precio del CDS es fácilmente observable. En Kashyap *et al.* (2008) se propone utilizar una medida de rentabilidad agregada de la industria, que es más difícil de observar.

Sobre la cuestión regulatoria habría que plantear varias cuestiones. Una obviedad: la regulación tiene beneficios pero también costes. Un aumento del coeficiente de capital posiblemente reduce la probabilidad de insolvencia de las entidades crediticias, pero

también reduce el crédito de la economía, con el consiguiente impacto sobre la actividad económica. En segundo lugar, la regulación tiene un cierto grado cíclico: cuando hay problemas se aprietan las condiciones, mientras que en las expansiones tienden a relajarse (30). En tercer lugar, el regulador toma en ocasiones medidas en función de la presión social o mediática, sin un fundamento técnico adecuado. La suspensión de las ventas a corto por la orden de emergencia de 15 de julio de 2008, emitida por el SEC, es un claro ejemplo. Bris (2008) muestra convincentemente que la caída de los mercados bursátiles en 2008 no fue provocada por las ventas a corto (31). El análisis segundo a segundo de la evolución del precio de las acciones de Lehman Brothers y las ventas a corto los días anteriores a su declaración de quiebra indica que las operaciones a corto no fueron causantes de su hundimiento. Los vendedores a corto entraron en el mercado fundamentalmente después de que se hubiera producido la mayor parte de la caída en base a posiciones a largo que se deshacían. Por último, el regulador también puede ser el problema. Los objetivos políticos pueden interferir en la regulación y la supervisión. Por estos motivos, la regulación que se considere esencial debería tener un rango casi constitucional para dificultar su modificación en función de objetivos políticos o presiones.

Los problemas de la Administración Obama para aprobar la más mínima reforma regulatoria del sistema financiero norteamericano y la menor intensidad de la presión reformadora, fruto de la superación de los graves problemas de capitalización del sistema bancario, muestran hasta qué punto una visión maximalista de la reacción regulatoria puede te-

ner muy poca probabilidad de prosperar. Además, parece claro que gran parte de los problemas generados en el sistema financiero están más en el campo de la supervisión que en el campo de la regulación. Por tanto, voluminosos manuales de reglas harán más factible la escapada regulatoria y dificultarán una apropiada supervisión. Esto nos debería hacer pensar en proponer una serie de reglas limitadas y centradas en romper los incentivos perversos en los puntos clave de la cadena de financiación inmobiliaria.

VII. UNA PROPUESTA MODESTA

¿Se podría volar de París a Nueva York en sólo tres horas? Sin duda. Solo haría falta que el Concorde siguiera operativo. Pero ¿por qué no utilizamos la tecnología más eficiente y rápida? El motivo es que la aviación supersónica es compleja y susceptible de grandes desastres ante pequeñas disfunciones. La economía internacional anterior a la actual crisis económica era una especie de Concorde. El proceso de rápida globalización y de generación de liquidez, basada en unos tipos de interés muy bajos, la titulización masiva de activos y el modelo de originar para distribuir el riesgo, había conseguido grandes logros en muy poco tiempo. Millones de personas salían de la pobreza en China e India gracias a la globalización de los mercados. Al mismo tiempo, las innovaciones financieras conseguían que la tasa de propietarios de vivienda en Estados Unidos subiera hasta el 69 por 100 en unos pocos años.

Pero disfunciones en mecanismos teóricamente muy eficientes pueden crear graves problemas. El proceso de rápida globalización generó enormes desequilibrios co-

merciales entre países que provocaron grandes flujos de ahorro de los países con superávit a países como Estados Unidos, donde esos fondos sirvieron para financiar un desaforado consumo y el aumento del precio de la vivienda. El motor que alimentaba este proceso era la titulización basada en el sistema de originar para distribuir. En principio, este motor, correctamente puesto a punto, proporciona un nivel de eficiencia difícilmente comparable con ningún otro. El riesgo agregado se disipa entre millones de individuos que compran la parte del mismo que desean. La disponibilidad de crédito favorece el crecimiento económico.

El problema, como hemos señalado con anterioridad, es que este motor tenía múltiples problemas y un fallo especialmente importante: los bancos y emisores de los títulos en general eran los que pagaban por las calificaciones de las agencias de *rating*. Este incentivo perverso hacía que las agencias concedieran calificaciones demasiado generosas a los títulos. Dada la facilidad de colocar estos activos por su alta calificación, los bancos se lanzaron a generar tantos activos como pudieron, para lo que no dudaron en hacer préstamos a familias que difícilmente podrían pagarlos si los precios de la vivienda no seguían creciendo indefinidamente. Si a los problemas de motor le unimos el hecho de que los pilotos, tanto Clinton como Busch Jr., estaban cegados por el interés de tener más dueños de viviendas en Estados Unidos (un objetivo políticamente muy rentable) y hacían cada vez menos «inspecciones» del motor, además de intentar «trucarlo» reduciendo las condiciones de concesión de créditos de Fannie y Freddie, ya tenemos todos los ingredientes para el desastre.

Como se señalaba en el apartado anterior, de esta situación hemos pasado a un estado de opinión que aboga por una banca más «aburrida», centrada en sus actividades tradicionales y con un nivel de regulación muy superior. Pasar del Concorde a una cometa. El problema es que la regulación no es una panacea. No olvidemos que los reguladores de Estados Unidos tuvieron una responsabilidad importante en lo sucedido. ¿Cómo se podría evitar otra burbuja inmobiliaria, con su impacto sobre el sistema financiero y la economía en general? Una posibilidad sería intentar evitar la generación de expectativas irreales sobre el aumento futuro del precio de la vivienda. Ésta podría ser una tarea muy complicada. Otra posibilidad sería reducir la tasa de crecimiento del crédito cuando se sospecha que hay una burbuja crediticia. Mian y Sufi (2009) han mostrado convincentemente que el incremento del crédito inmobiliario, ligado a una reducción de los estándares para la concesión de créditos, explica gran parte del incremento de los precios en Estados Unidos y del posterior aumento de la tasa de morosidad. En los sistemas bancarios donde la financiación no se basa fundamentalmente en mercados, una de las pocas posibilidades es que el banco central alerte del rápido crecimiento del crédito y aconseje la reducción de la tasa. El Banco de España hizo multitud de llamadas de atención a la banca para que redujeran la tasa de crecimiento del crédito hipotecario a las familias y las inmobiliarias. Estas llamadas no tuvieron prácticamente ninguna incidencia en la operativa de los bancos. Otra posibilidad es que la política monetaria reaccione no sólo ante la inflación de los precios al consumo, sino también ante las burbujas en los activos. Esta posibilidad es poco realista. En el pa-

sado, la posibilidad de utilizar la política monetaria para «pinchar» burbujas fue despreciada por su incompatibilidad con los modelos monetarios estándar, por la dificultad de identificar una burbuja y por el convencimiento de que era más sencillo limpiar la economía de las disfunciones generadas por la burbuja una vez pinchada que actuar de manera preventiva. A pesar de que la crisis económica de 2008-2009 es una muestra clara del enorme coste real de permitir la formación de burbujas en el precio de los activos, no parece que los bancos centrales vayan a adoptar en el futuro una política monetaria sensible ante las burbujas en el precio de los activos.

Pero ¿hay alguna alternativa al incremento de la regulación bancaria para evitar que el exceso de crédito inmobiliario acabe financiando una burbuja en el precio de los inmuebles? La respuesta es afirmativa. La forma más adecuada de atacar el problema consiste en modificar los incentivos de los participantes en los mercados para evitar el encadenamiento de incentivos perversos que ha derivado en la crisis actual. Lo que se necesita es mejor, y no más, regulación. Por ejemplo, en el proceso de titulización de créditos en Estados Unidos sería suficiente con evitar que el emisor de los títulos fuera el cliente de las agencias de calificación (García Montalvo, 2009). Si el cliente fuera el inversor (el que está interesado en comprar los títulos), en lugar del banco emisor, entonces las agencias de calificación no tendrían la presión del «no te pago si no me das la máxima calificación, y me voy a buscar otra agencia que seguro me la dará». Imaginemos que un emisor tiene un bono basado en activos claramente tóxicos y la agencia de calificación le diera la calificación de bono basura. El inversor sólo querría com-

prarlo si se le da una alta prima de riesgo. En esas condiciones, el emisor seguramente no tendría interés en generar este activo. Por tanto, el banco no tendría interés en originar los créditos que darían lugar a un activo como éste y, en consecuencia, no estaría interesado en conceder un préstamo a una familia con una capacidad económica insuficiente. Este sistema de pago por las calificaciones rompería la cadena de incentivos perversos.

En el caso español, el modelo de financiación es diferente, aunque las consecuencias fueron similares: la insostenible tasa de crecimiento del crédito provocó una enorme burbuja en el precio de la vivienda. Las agencias de tasación jugaron un papel en cierta forma análogo al de las agencias de calificación en Estados Unidos. Una solución modesta para el caso español sería limitar el crédito al 80 por 100 del valor registral. Este cambio rompería la cadena de incentivos perversos del modelo español y evitaría en gran medida burbujas futuras. Aumentar el valor registral de una vivienda para conseguir un crédito mayor genera un enorme desincentivo en forma de carga impositiva y transparencia. Esta fricción dificultaría mucho la formación de una burbuja y, colateralmente, mejoraría los ingresos tributarios.

Eliminar los incentivos perversos produciendo una mejor regulación evitaría los costes de una mayor, e incluso excesiva, regulación, que puede tener beneficios pero también costes importantes. La regulación no debe ser excesiva, sino cualitativamente significativa (dirigida a resolver los problemas de incentivos más importantes) y difícil de esquivar. La financiación inmobiliaria tipo Concorde iba demasiado deprisa, pero las cometas sólo dan vueltas en tor-

no a un mismo punto. La vuelta a la «banca aburrida» implica necesariamente una reducción significativa del crédito total de la economía y, por tanto, resultará necesariamente en una reducción de la actividad económica más importante de la esperada.

VIII. ¿HEMOS APRENDIDO ALGO DE LA CRISIS?

Las consecuencias de la crisis de 2008-2009 muestran una serie de lecciones sobre el funcionamiento del sistema de financiación inmobiliaria, el sector financiero y la economía en su conjunto. Algunas de estas enseñanzas ya formaban parte del acervo de conocimiento de los economistas, pero se habían olvidado. Es muy probable que las nuevas y las viejas lecciones sean «redescubiertas» en la próxima crisis.

1. La importancia de actuar con rapidez

La lentitud de la reacción ante la Gran Depresión y el pinchazo de las burbujas japonesas muestran con claridad la importancia de reaccionar con rapidez, especialmente cuando la crisis financiera se empieza a transformar en un pánico bancario generalizado. Otra lección aprendida por los gestores de la política económica, que se ha aplicado durante la crisis financiera de 2008, es la expansión de la liquidez por cualquier medio que fuera necesario, incluyendo facilidades especiales, descuento de activos en los bancos centrales, etc. La Gran Depresión mostró con claridad los efectos negativos de reaccionar con políticas monetarias contractivas ante una crisis financiera y bancaria. Otra lección que ya se había aprendido, y se ha utilizado, es la necesidad de que los planes ex-

pansivos de gasto público no intenten revertirse con excesiva rapidez. Durante la Gran Depresión el intento de equilibrar los presupuestos públicos con excesiva rapidez derivó en una recaída en 1933-1934.

2. La política monetaria no lo puede todo

Parece que es frecuente encontrar médicos que tienen el llamado «complejo de Dios», salvan tantas vidas que acaban pensando que son como Dios. A los banqueros centrales también parece atacarles este mal. Alan Greenspan llegó un momento en que parecía Dios: con su varita mágica (los tipos de interés) lo podía todo. El complejo de Dios de Greenspan fue alimentado por la adulación de multitud de gente. Recordemos la famosa frase del senador McCain: «Si Greenspan muriera habría que ponerle unas gafas de sol y sentarlo en la Reserva Federal como si aún viviera». O recordemos el título del libro de Woodward: *Maestro Greenspan's FED and the American Boom*.

En la práctica, Dios estaba equivocado. Greenspan negó la posibilidad de que se formaran burbujas inmobiliarias justificando su posición en los elevados costes de transacción de la compra-venta de viviendas. Cuando los precios de la vivienda habían escalado a niveles insostenibles, Greenspan aceptó que podría haber algo de «espuma» en mercados inmobiliarios locales, pero que los precios agregados no podían caer. Para el conjunto de Estados Unidos, Greenspan pensaba que la diversificación del sector y su tamaño hacía imposible una burbuja. Es más, incluso aceptando que los precios de la vivienda cayeran, Greenspan se mostraba convencido de que «probablemente no

tendría implicaciones sustanciales sobre la macroeconomía». Y este punto deriva en la cuestión de si la política monetaria debe reaccionar de manera preventiva antes las burbujas inmobiliarias o no.

La certificación de la ausencia de deidad de los banqueros centrales ha conducido a algunas propuestas para restarles poder con justificaciones como su falta de legitimidad democrática. Por desgracia, nada garantiza que los políticos lo hubieran hecho mejor (de hecho, todo apunta a que lo habrían hecho peor). La independencia de los bancos centrales es vital y no implica en absoluto falta de responsabilidad.

3. No es obvio que sea mejor esperar al pinchazo de una burbuja que actuar preventivamente

Los argumentos más habituales para negarse a aceptar que la política monetaria pueda utilizarse para controlar, o pinchar, burbujas en los precios de los activos son varios (32). En primer lugar, se argumenta que es muy difícil identificar la existencia de una burbuja. En segundo lugar, los modelos monetarios «al uso» no generan burbujas, por lo que su utilización por parte de los bancos centrales implica que las burbujas no son relevantes. En tercer lugar, existe la idea de que, dada la incertidumbre sobre la existencia o no de una burbuja, es mejor esperar y atajar las consecuencias de su pinchazo que actuar de manera preventiva. Todos estos argumentos, y en particular el último, dependen fundamentalmente del coste de corregir los desperfectos que una burbuja puede ocasionar en la economía. Laibson (2009) estima en 5,5 billones de dólares el coste social, en términos de bienestar, del im-

pacto de la burbuja en el precio de los activos de la economía de Estados Unidos. Este coste social incluye la infrautilización de los recursos, la asignación ineficiente de la inversión y la volatilidad del consumo. La cantidad calculada se aproxima al 39 por 100 del PIB de Estados Unidos. ¿Es realmente tan despreciable el efecto de una burbuja inmobiliaria sobre la economía en su conjunto? A partir de estos cálculos, no parece evidente que sea mejor esperar que actuar de manera preventiva sobre las burbujas.

4. Los efectos perniciosos de la doctrina del «demasiado grande para quebrar»

Éste es uno de los elementos importantes en la explicación del exceso de riesgo acumulado por los grandes bancos. El tamaño de los bancos puede tener algunas ventajas (economías de escala o alcance, que han sido muy esquivas a la investigación económica), pero también tiene grandes inconvenientes (azar moral, capacidad de captura del regulador, etc.). La crisis bancaria ha puesto de manifiesto que los inconvenientes pueden ser más importantes que las ventajas y los nocivos efectos de la teoría que señala que muchos bancos son «demasiado grandes para quebrar». Vale la pena recordar que entre enero y octubre de 2009 quebraron 98 bancos medianos y pequeños en Estados Unidos de manera controlada y ordenada.

Las consecuencias de la caída de Lehman Brothers no hicieron más que convertir esta teoría en dogma: la caída de un gran banco provocaría un riesgo sistémico incontrolable. La aceptación de esta doctrina genera un claro «riesgo moral» en los grandes

bancos, que tienden a tomar excesivo riesgo, pues si las cosas salen mal siempre están los contribuyentes para resolver el problema. Las operaciones de rescates bancarios en muchos países, y en particular en Estados Unidos, certifican el subsidio implícito que tienen los grandes bancos. Los precios de recuperación de los *warrants* de los grandes bancos comprados por el Gobierno de Estados Unidos muestra también que en una operación en la que el contribuyente podría haber obtenido grandes beneficios son los bancos los que, negociando unos precios muy por debajo de los precios de mercado, consiguen retener el incremento del precio.

La lección sería que hay que tener bancos más pequeños, o al menos evitar que los existentes crezcan más. Sin embargo, no parece que se haya aprendido esta lección. De hecho, la primera reacción ante los problemas bancarios fue promover fusiones y absorciones entre grandes bancos, lo que hace todavía más peligroso el principio del «demasiado grande para quebrar» (33). No pasa nada, nos dicen: más regulación resolverá el problema de las instituciones que pueden generar riesgo sistémico. Por ejemplo, se ha propuesto una regulación específica para estas entidades que podría consistir en unos requerimientos de capital superiores. Esto significa olvidar otro de los problemas de tener entidades financieras de gran tamaño: la capacidad de capturar al regulador y modificar las normas. Lo más sencillo sería evitar que los bancos tuvieran un tamaño excesivo y permitir que los bancos pequeños y medianos mal gestionados quebraran, como sucede con cualquier otra empresa. Este principio alternativo a la visión tradicional podría definirse de la siguiente manera: si es demasiado grande para quebrar, es demasiado grande para existir,

o demasiado peligroso para mantener.

En la práctica, el problema del «demasiado grande para quebrar» es muy complejo de resolver, pues existen dos componentes: por una parte, la cuestión económica, que tiene que ver con los efectos de la bancarrota; por otra parte, hay un problema de economía política. Desde un punto de vista político, resulta más «rentable» aceptar este principio y mover hacia el futuro el problema. La cuestión es que cuanta menor incertidumbre exista sobre el rescate de las grandes entidades financieras mayor será su propensión a aceptar más riesgo exigiendo primas pequeñas. De esta forma, el transferir el problema hacia el futuro intensifica sus consecuencias. En resumen, se puede decir que hemos vuelto a recordar las negativas consecuencias del principio de «demasiado grande para quebrar», aunque no se haya actuado para resolverlo. Muy al contrario, la actuación de los poderes públicos ha agudizado sus potenciales efectos en el futuro.

5. No es conveniente usar incentivos de alto poder cuando existe un conflicto entre gestores y acreedores

La financiación inmobiliaria ha estado dominada por un entramado de incentivos perversos que generaba una espiral de creciente apalancamiento y excesiva exposición al riesgo. Bancos y cajas que controlan empresas de tasación; emisores de productos estructurados que pagan por el *rating* de sus productos, etc. El enorme poder de los incentivos de los gestores bancarios es uno de los elementos más importantes en esta cadena. Si la retribución variable no se refiere a perio-

dos de tiempo largo, o se recibe de manera diferida, es difícil pensar que ejecutivos bancarios que reciben grandes *bonus* en función de los beneficios corrientes no tengan la tentación de aumentar excesivamente la exposición al riesgo de las entidades.

6. La competencia en el sector bancario no es siempre buena

La tensión entre estabilidad financiera y competencia es un tema bien conocido en la teoría bancaria. La crisis financiera de 2008-2009 ha vuelto a poner de manifiesto la importancia que un exceso de competencia en el sector bancario y unas compensaciones basadas en los resultados relativos a otras instituciones pueden tener sobre la estabilidad a largo plazo del sector financiero. Charles Prince, el que fuera CEO de Citigroup, expresaba de manera muy gráfica los efectos de la competencia en el sector: «Mientras la música suene, continuaremos bailando». Dejar de «bailar» implicaba presentar unos beneficios que, aunque fueran buenos, eran inferiores a los de los competidores, lo que podía implicar el despido. Este comportamiento gregario es consistente con el sistema de incentivos de los ejecutivos bancarios, cuyas primas dependen no tanto de la rentabilidad de su institución como de la rentabilidad relativa respecto al resto del sector. En una situación en la cual todas las instituciones financieras están aumentando sus beneficios a tasas de dos dígitos por medio de una participación creciente en el mercado *subprime* y su posterior titulación, es muy difícil que un consejero delegado decida evitar entrar en este mercado. Los accionistas no entenderían que una institución financiera despreciara el negocio que está aumen-

tando los dividendos de las empresas competidoras, y por tanto podrían decidir sustituir a los gestores. Por tanto, la competencia y los incentivos basados en magnitudes relativas a otras entidades, mantenían a la economía en un «mal equilibrio».

7. El precio no es siempre correcto

La teoría de los mercados eficientes será probablemente uno de los argumentos teóricos más dañados por la crisis financiera. Es sorprendente cómo, a pesar de la enorme cantidad de evidencia (34) sobre sus fallos, tanto teóricos como empíricos, la teoría de los mercados eficientes ha pervivido durante varias décadas (35). No obstante, y a pesar de los avances que se han producido en el campo de *behavioral finance*, es probable que la teoría de los mercados eficientes siga dominando la práctica de inversores y gestores de fondos. Entrar en este tema nos llevaría muy lejos del objetivo fundamental de este artículo.

8. La contabilidad es un velo... hasta que deja de serlo

La contabilidad no es neutral a los incentivos de los ejecutivos. Utilizar el valor de mercado (*mark-to-market*) para valorar los activos bancarios genera unos beneficios muy elevados en las fases expansivas. Por el contrario, puede provocar situaciones muy complejas en los balances bancarios en las fases recesivas, especialmente si existen cláusulas de provisión de liquidez para sus SIV y deben devolver a balance multitud de activos a precios muy descontados.

Las implicaciones del *mark-to-market* ya eran bien conocidas. Du-

rante la Gran Depresión se suspendió en 1938 la valoración a precios de mercado en la contabilidad. También se tomó esta medida en Japón cuando la crisis económica causada por el pinchazo de su burbuja financiero-inmobiliaria comenzó a afectar a los balances de las entidades financieras.

La Financial Accounting Standards Board también suspendió en abril de 2009 el estricto uso del *mark-to-market* en la valoración de activos (circular FAS 157). El motivo principal argumentado por los partidarios de la suspensión es que, en un ambiente de problemas de liquidez, los precios de mercado o no existen o están muy distorsionados (36). Los opositores a este cambio en la normativa contable argumentaron que suspender el *mark-to-market* en una situación de desconfianza sobre la verdadera situación financiera de las entidades crediticias generaba todavía más desconfianza sobre la fiabilidad de los balances de las entidades financieras. Finalmente, la medida fue aprobada a pesar de varios testimonios en el Congreso estadounidense que recomendaban no proceder al cambio de normativa.

Los cambios contables son un ejemplo más de la capacidad de presión de las entidades financieras y de la doctrina del «demasiado grande para quebrar», que considera al sistema financiero de manera muy diferente a cualquier otra empresa. No hay duda de que la presión de las entidades financieras fue continua desde que por primera vez la SEC propuso pensar en la eliminación del valor de mercado en octubre de 2008 hasta que se consiguió aprobar la normativa.

Es evidente que tanto los proponentes como los detractores de la contabilidad a valor de mercado tienen sus argumentos. Lo que no

parece admisible es que la contabilidad oscile en sus criterios en función de lo que resulta más conveniente para los intereses del sector bancario. No parece lógico operar en un contexto donde el balance de un banco puede cambiar drásticamente de un día al siguiente por una mera decisión administrativa. La estabilidad en las reglas contables debería ser un elemento crítico para evaluar su conveniencia.

En España también se han visto cambios en las normas que regulan la contabilidad de las entidades financieras. Por ejemplo, el Banco de España «actualizó» en julio de 2009 la interpretación de la circular 4/2004 sobre provisiones bancarias. En resumen, el cambio implica que las provisiones por mora en activos inmobiliarios con una relación préstamo, valor superior al 80 por 100 se calcularán como diferencia entre el préstamo y como mínimo el 70 por 100 del valor de tasación para viviendas terminadas y locales (oficinas y comercios). Con anterioridad, la provisión podía alcanzar el 100 por 100.

El argumento del sector es que con la nueva interpretación la normativa española se acerca a la de otros países del mundo. Pero ¿no habíamos quedado que la gran ventaja de la regulación bancaria española era su mayor exigencia y que eso había conseguido evitar los problemas que se habían vivido en otros sitios? ¿No eran los otros países los que querían parecerse a España en términos de regulación bancaria?

Este cambio interpretativo no sólo tendrá efectos en los beneficios bancarios (37), sino que también afectará potencialmente al ritmo de ajuste del sector inmobiliario. Las entidades financieras han utilizado, entre otros métodos para reducir la morosidad

contabilizada, la compra de viviendas a promotores y constructores. El cambio interpretativo implica un sustancial desincentivo de los bancos y cajas a adquirir activos inmobiliarios. Menos viviendas en manos de los bancos implica menor competencia, pues los bancos se habían mostrado muy agresivos en su política de descuentos en las viviendas que estaban en su posesión. Por tanto, los constructores podrán esperar más para vender y tendrán mayor poder de negociación. Esto quiere decir que la dinámica del ajuste a la baja de los precios de la vivienda será más lenta, lo que provocará que el necesario ajuste del sector se retrase en el tiempo.

9. Hay que evitar una gestión asimétrica de la economía

En los cursos elementales de macroeconomía se explica que la política económica debe utilizarse para reducir la volatilidad del PIB en torno a la tasa potencial de crecimiento de la economía, que, en última instancia, está ligada al crecimiento de la productividad. En el caso de la España de la década prodigiosa, esta enseñanza se olvidó. Es bien conocido que la productividad de la economía española es baja o muy baja. Por tanto, era una blasfemia económica esperar que un crecimiento del 4 por 100 fuera sostenible a medio y largo plazo.

El gráfico 2 muestra la comparación de la composición del crecimiento del PIB en España, Unión Europea, Reino Unido, Estados Unidos y Finlandia.

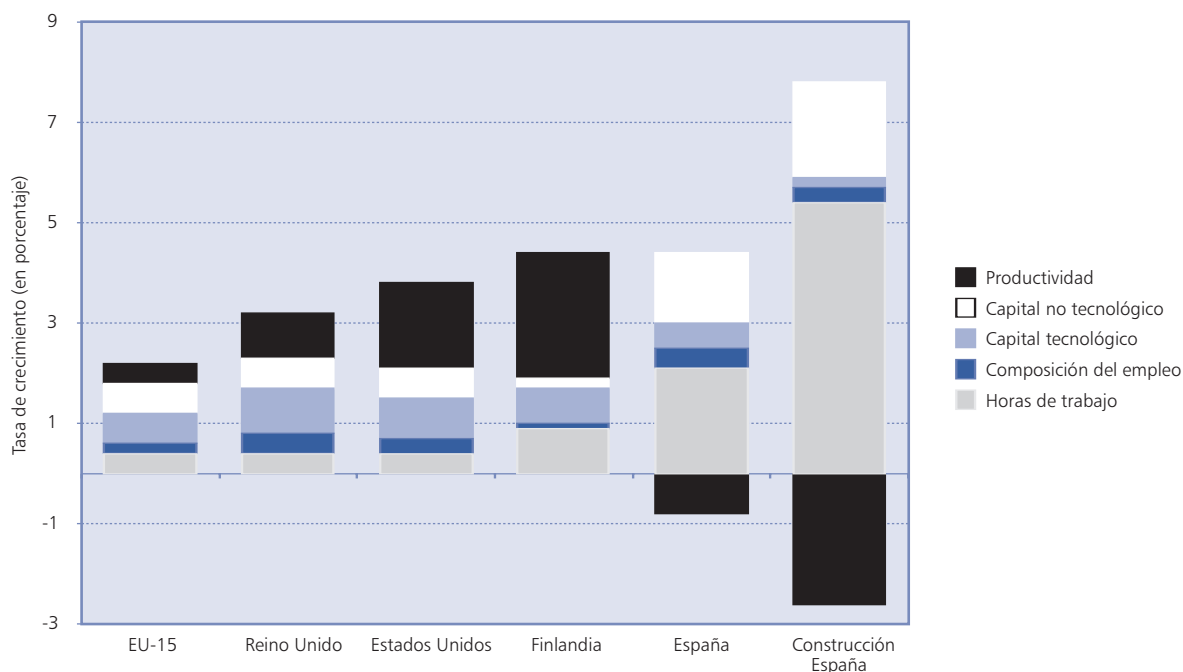
El gráfico 2 muestra cómo el crecimiento del PIB español fue superior al de la UE, Estados Unidos y el Reino Unido. Sólo Finlandia tiene una media de crecimiento

comparable. No obstante, lo más sorprendente es la diferencia en la composición de las fuentes del crecimiento. En primer lugar, la productividad total de los factores tiene una aportación positiva en todos los países menos en España, donde se sitúa en el -0,8 por 100. En segundo lugar, el peso de las horas de trabajo y el capital no tecnológico es desproporcionado con respecto a los otros países. Por tanto, el milagro económico español descansó en una productividad decreciente compensada por una gran cantidad de horas de trabajo y el recurso al capital no tecnológico. La comparación entre Finlandia y España no deja lugar a dudas. El crecimiento en Finlandia tiene su origen en un gran incremento de la productividad y del capital tecnológico.

La última columna, referida a la descomposición del crecimiento del PIB en el sector de la construcción español, explica en gran parte la descomposición observada en los factores del crecimiento en España. El sector de la construcción presenta una versión extrema del patrón del conjunto de la economía española: rápido crecimiento de la producción con una productividad fuertemente decreciente. Sólo un número enorme de horas de trabajo y la utilización intensiva de capital no tecnológico pueden explicar el rápido crecimiento del sector. Teniendo en cuenta que el sector de la construcción aportó en torno al 25 por 100 del crecimiento de la economía española entre 2000 y 2007, no es de extrañar que la composición del crecimiento del PIB en España sea una versión menos extrema de los males que ejemplifica la distribución de los factores de crecimiento en el sector de la construcción.

Teniendo en cuenta el objetivo de mantener el crecimiento de la economía en torno a la tasa de

GRÁFICO 2
COMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB EN VARIOS PAÍSES



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de EU-KLEM.

crecimiento potencial, y habiendo perdido el control de la política monetaria que durante esta época favorecía la expansión, no se entiende cómo los gestores de la política económica no tomaron medidas o bien para enfriar la economía (utilizando por ejemplo la política fiscal) o bien para aumentar la tasa de crecimiento potencial de la economía. El necesario cambio del modelo productivo sólo se plantea cuando la crisis económica pone de manifiesto el espejismo de las cifras de crecimiento económico del pasado. Y además se piensa que se puede conseguir a golpe de decreto-ley.

10. El precio nominal de la vivienda puede caer

Una de las grandes falacias que contribuyó a los errores de valo-

ración de los activos derivados de los créditos hipotecarios, y que causó una enorme demanda de vivienda por parte de familias e inversores, fue el supuesto falso de que el precio de la vivienda no podía caer. La inversión en vivienda se consideraba como una inversión con una elevada rentabilidad en un producto cuyo precio estaba garantizado: nunca caería por debajo del precio de compra. Obviamente, no hay ningún fundamento económico en esta interpretación. El precio de la vivienda, como el de cualquier otro activo, puede subir y bajar. Los nuevos modelos de valoración de derivados basados en hipotecas, si este mercado llega en algún momento a recuperarse más allá del actual soporte público, seguro que tendrán muy en cuenta esta enseñanza. Además, la serie histórica de precios agregados de la vivienda ya mostrará el evento al

que, en el pasado, se asignaba probabilidad cero, lo que influiría en la valoración de los derivados crediticios hipotecarios.

IX. CONCLUSIONES

En este artículo, se dibuja una interpretación de la crisis inmobiliaria y su traslación, a partir de los efectos en la financiación inmobiliaria, al sistema financiero y la economía en general. Algunos han interpretado la crisis inmobiliaria como la consecuencia de la crisis financiera y de las nuevas condiciones crediticias, sin tener en cuenta los mecanismos que explican la crisis financiera ni considerar el *timing* de los eventos. Algunos análisis de la crisis económica en España también culpan al «enemigo exterior», la crisis financiera internacional, de los problemas de la economía española. Esta interpre-

tación tiene muy pocos visos de realidad. La semilla de la crisis económica española de 2008-2009 se plantó mucho antes, cuando España crecía con alegría sobre la base de un sobredimensionado sector de la construcción y con una productividad menguante.

La expansión de la financiación inmobiliaria causada por la burbuja crediticia ha sido una de las causas principales de la crisis financiera de 2008 y la subsecuente crisis económica de 2009. Mian y Sufi (2009) muestran con claridad cómo el exceso de financiación inmobiliaria, y la consiguiente relajación de los estándares de concesión de créditos, provocó un aumento del precio de los activos inmobiliarios. Pero el proceso de absorción de crédito por parte del sistema tiene un límite. Al igual que es imposible que un juego de Ponzi se extienda más allá de los recursos disponibles por una economía, la financiación inmobiliaria tiene un límite marcado por la absorción de todos los recursos crediticios disponibles por una economía. En el caso español, la financiación inmobiliaria (incluyendo hipotecas para las familias y financiación a la construcción y las actividades inmobiliarias) superó el 60 por 100 del total del stock de crédito en 2007. Un valor tan elevado era indicativo de una situación límite en la absorción de recursos crediticios.

La reacción internacional a la crisis financiera ha sido similar en todas partes: hace falta más regulación del sector financiero. La tentación sobre-reguladora se extiende a todas las esquinas del sistema financiero. Esta posición maximalista tiene múltiples inconvenientes: la regulación tiene un coste en términos de reducción del crédito agregado y, por tanto, de la actividad económica. Pero más importante es la dificultad para apro-

bar todas esas medidas. Cuanto más complejo y extenso es el entramado regulatorio, mayor oposición encuentra en los grupos de presión del sector bancario y más difícil es la supervisión. En este trabajo se hace una propuesta modesta para evitar estos problemas en el futuro a partir de actuar de manera concentrada en los aspectos más importantes de la cadena de incentivos perversos de la financiación inmobiliaria, sin intentar actuar sobre todos.

En los últimos años, hemos sido testigos de un encadenamiento de burbujas ante la dificultad de producir con rapidez el necesario desapalancamiento de la economía. La burbuja de las puntocom fue seguida por una burbuja inmobiliaria. El pinchazo de la burbuja inmobiliaria ha creado una nueva burbuja: la burbuja de la deuda pública. Pero llegados a este punto no hay ningún otro lugar hacia donde empujar la burbuja. En cada traslación de la burbuja el número de participantes ha ido creciendo: en la burbuja puntocom participó un pequeño grupo de la población (inversores en acciones tecnológicas); en la burbuja inmobiliaria la proporción fue mucho mayor, pues la vivienda es uno de los principales activos que poseen muchas familias. En la burbuja de la deuda pública participamos todos. El resultado final de este encadenamiento de burbujas dependerá de la capacidad del sector público para desapalancarse o la posibilidad de devolver la burbuja a los mercados bursátiles y posponer el ajuste.

NOTAS

(*) Este artículo recoge en gran parte el material de una conferencia pronunciada el 24 de octubre de 2008 en el contexto del Encuentro Anual de la Barcelona GSE (Graduate School of Economics) y el 17 de diciembre en el Banco de España. Los datos e informaciones se han ido actualizando a lo largo de 2009.

(1) D. BROOKS, «Greed and stupidity», *New York Times*, 3 de abril de 2009. Brooks plantea estas dos posibilidades como teorías alternativas, aunque en la realidad se dieron de manera simultánea.

(2) Countrywide llegó a ser la mayor empresa independiente de préstamos hipotecarios. En la actualidad pertenece a Bank of America. Mozilo, que aparece el primero en la lista de la revista *TIME* de las 25 personas que hay que culpar de la crisis financiera, representa un caso sintomático de los efectos de los incentivos de los máximos ejecutivos de empresas financieras e inmobiliarias. En 2005 alcanzó el noveno puesto en el ranking de ejecutivos mejor pagados, con 57 millones de dólares. Al dejar Countrywide cobró 110 millones de dólares. En 2009 se enfrenta a cargos por uso de información privilegiada en la venta de 130 millones de dólares de acciones de Countrywide en el primer semestre de 2007. La mayoría de estas acciones provenía del paquete salarial variable en forma de opciones sobre acciones de la compañía.

(3) También la prensa adopta el mismo culpable. Por ejemplo, Felix SAMON, «The formula that killed Wall Street», en *Wired* el 23 de febrero de 2009, o Dennis OVERBYE, «Mathematical models and the mortgage mess» y «They tried to outsmart Wall Street», en el *New York Times* del 10 de marzo de 2009.

(4) Obviamente, resulta muy complicado estar en corto en el mercado inmobiliario, que sería la manera más directa de jugar contra el mercado. La estrategia de Paulson se basó en apostar por una bajada de los precios de la vivienda usando el mercado de *credit default swaps*.

(5) GERARDI *et al.* (2008) concluyen, a partir de informes públicos, que los analistas en su conjunto entendían perfectamente que una caída del precio de la vivienda sería desastrosa para el mercado, pero asignaban una probabilidad ínfima a esta posibilidad.

(6) TAYLOR (2009) insiste en que el mantenimiento de los tipos de interés tan bajos respecto a su regla de política monetaria fue la causa del enorme boom de sector inmobiliario en Estados Unidos. En la situación contrafactual de haber aplicado las reglas habituales de política monetaria, no habría habido ni boom ni colapso del sector inmobiliario.

(7) Ben BERNANKE ha descrito este proceso como un *global savings glut*. Aunque algunos autores han contrapuesto esta teoría a la teoría de una burbuja en el mercado inmobiliario, ambas explicaciones son complementarias más que alternativas.

(8) CASE y SHILLER (2004) consideran cuatro ciudades y GARCÍA MONTALVO (2006) considera cinco ciudades, aunque el cuadro n.º 1 solo contiene información sobre dos ciudades en cada caso para evitar sobrecargarlo de información. Los resultados serían muy similares si consideráramos las otras ciudades.

(9) Normalmente, comprando sobre plano y vendiendo antes de escriturar la vivienda,

procedimiento conocido vulgarmente como «el pase».

(10) MAYER *et al.* (2009) presenta una descripción de las características principales de los productos hipotecarios de Estados Unidos.

(11) Si bien es cierto que muchos compradores de vivienda tendían a infravalorar el incremento que se produciría en el coste hipotecario pasado el periodo del *teaser* (BUCKS y PENCE, 2008).

(12) Y esto a pesar de que en la historia inmobiliaria española los precios nominales de la vivienda han caído en multitud de ocasiones, incluido el precio agregado. Los precios de tasación del Ministerio de la Vivienda muestran caídas nominales agregadas en la recesión de 1991-1993. Por el contrario, es cierto que los precios agregados de la vivienda en Estados Unidos no habían caído nunca hasta 2006, según los indicadores tradicionales de precios. No obstante, el índice de Case-Shiller reconstruido hacia el pasado muestra caídas de precios a principios de la década de los años noventa.

(13) Cuando me refiero a «bancos» incluyo en esta categoría los bancos tradicionales, que toman depósitos, y los «bancos» hipotecarios (*mortgage banks*), que, estrictamente hablando, no son bancos, sino simplemente intermediarios financieros no bancarios (no pueden tomar depósitos ni tienen licencia bancaria).

(14) Utilizando trucos como los periodos *teaser* de tipos muy bajos, sabiendo que las familias normalmente infraestiman el incremento posterior de los tipos.

(15) Gretchen Morgenson, «Was there a loan it didn't like?», *New York Times*, 2 de noviembre de 2008.

(16) Desafortunadamente, hicieron los cálculos mal. Las cláusulas de provisión de liquidez a las SIV por parte de los originadores suponían, en esencia, que el riesgo no se transfería incondicionalmente. La proliferación de instituciones financieras no sujetas a la estricta regulación de los bancos (*shadow banking system*) contribuyó a un aumento significativo del nivel de apalancamiento del sistema.

(17) No exclusivamente. También se pueden empaquetar créditos al consumo, créditos para estudiantes universitarios, etcétera.

(18) KEYS *et al.* (2009) calculan que los préstamos que tienen mayor probabilidad de ser titulizados se convierten en impagados entre un 10 y un 25 por 100 más que el resto.

(19) Por ejemplo, en un día. Una de las investigaciones periodísticas más interesantes publicadas sobre la crisis financiera se refiere al proceso preciso de originación y calificación de un *pool* de hipotecas *subprime*: Roger LOWENSTEIN, «Triple-A failure», *New York Times Magazine*, 27 de abril de 2008.

(20) BENMELECH y DLUGOSZ (2009) muestran que es más probable a partir de 2008 que las *tranches* que fueron calificadas sólo por una agencia de *rating* (y en particular S&P) sean degradadas. Este resultado proporciona evidencia indirecta del mecanismo de *rating shopping*.

(21) Por este motivo, el aumento de la competencia en el sector de las agencias de calificación no sería una medida efectiva sin modificar los incentivos perversos que se producen en la relación entre los bancos y agencias de *rating*.

(22) Resulta esperpéntico que los primeros ejecutivos intenten justificar los errores de calificación de sus agencias diciendo que los inversores no deberían poner tanta confianza en sus *ratings*.

(23) Es cierto que este tipo de política ya fue iniciada por Clinton durante su último mandato.

(24) MIAN *et al.* (2009) analizan la economía política de la crisis hipotecaria originada por los impagos en Estados Unidos. Estos autores analizan el efecto de la ideología y los grupos de presión del sector sobre las votaciones de dos leyes fundamentales para hacer frente a los embargos de viviendas. La conclusión es que los políticos, a partir de su ideología, pueden oponerse a las intervenciones incluso durante crisis importantes.

(25) El gestor cobra el 2 por 100 del capital depositado en el fondo más el 20 por 100 de los beneficios.

(26) Durante los primeros meses de 2009, los bancos acumularon enormes cantidades de liquidez en el Banco Central Europeo a pesar de la baja rentabilidad que conseguían de estos depósitos.

(27) Por ejemplo, el Informe, Larosière (High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 2009) o el informe del Financial Stability Forum (2008).

(28) La caída de Lehman Brothers fijó un hito muy importante. Algunos analistas indican que fue un error monumental. Pero, por otra parte, *ex ante* tenía un objetivo razonable (evitar convertir el demasiado grande para quebrar en un dogma) y *ex post* sirvió para facilitar el trabajo a los gobiernos que querían coordinarse en un plan público de salvamento de bancos. Por desgracia, las consecuencias de la quiebra de Lehman han provocado un reforzamiento del principio de que hay bancos (e incluso empresas industriales) que son demasiado grandes para quebrar. Este reforzamiento puede tener consecuencias muy negativas en el futuro.

(29) Se supone que la presión de la opinión pública impediría el retraso indefinido de la actuación.

(30) La ideología dominante en cada periodo también tiene una cierta influencia en estos vaivenes cíclicos.

(31) Las ventas a corto son un clásico entre los presuntos culpables de la inestabilidad financiera. BRUNER y CARR (2007) describen cómo el supuesto erróneo de que las acciones de la United Copper Company estaban cayendo por la presión de las ventas a corto provocó un intento de arrinconar a los vendedores a corto que derivó en un pánico bancario y la crisis de 1907.

(32) GARCÍA MONTALVO (2003) analiza las diferentes posturas respecto a la importancia, o no, de considerar el precio de los activos entre los objetivos de la política monetaria.

(33) En España, el desprecio de la importancia de la doctrina del «demasiado grande para quebrar» lleva a proponer las fusiones de cajas que, por su tamaño, serían «liquidables» sin excesivos problemas. Lo más curioso es que el argumento utilizado es el de las ventajas de las economías de escala, cuando las cajas de ahorros estuvieron abriendo sucursales a ritmo acelerado hasta hace poco tiempo. Si las ventajas son tan obvias, ¿cómo no se vieron con anterioridad?

(34) No sólo con datos de mercado, sino incluso con resultados experimentales. LAMONT y THALER (2003) documentan con datos de mercado un ejemplo muy evidente en el caso de la venta por parte de 3Com de una parte de sus acciones de Palm.

(35) FOX (2009) presenta una descripción del nacimiento y la evolución de la teoría de los mercados eficientes hasta nuestros días.

(36) ALLEN y CARLETTI (2008) proporcionan una justificación teórica para esta posición.

(37) El exceso de provisiones que genera la nueva interpretación se podrá aplicar a la provisión de créditos al consumo.

BIBLIOGRAFÍA

ALLEN F., y E. CARLETTI (2008), «Mark to market accounting and liquidity pricing», *Journal of Accounting and Economics*, 45 (2-3): 358-378.

BENMELECH, E., y J. DLUGOSZ (2009), «The credit rating crisis», *NBER Working Paper 15045*.

BRIS, A. (2008), «Short selling activity in financial stocks and the SEC July 15th emergency order», mimeo.

BRUNER, R., y S. CARR (2007), *The panic of 1907: lessons learned from the market's perfect storm*, John Wiley & Sons, New Jersey.

BRUNNERMEIER, M. (2009), «Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08», *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1): 77-100.

BRUNNERMEIER, M., y L. PEDERSEN (2009), «Market liquidity and funding liquidity», *Review of Financial Studies*, de próxima aparición.

<p>BUCKS, B., y K. PENCE (2008), «Do borrowers know their mortgage terms?», <i>Journal of Urban Economics</i>, 64 (2): 218-233.</p> <p>CASE, K., y R. SHILLER (2003), «Is there a bubble in the housing market? An analysis», <i>Brooking Panel on Economic Activity</i>.</p> <p>COVAL, J.; J. JUREK, y E. STAFFORD (2009), «The economics of structured finance», <i>Journal of Economic Perspectives</i>, 23 (1), 3-26.</p> <p>FINANCIAL STABILITY FORUM (2008), <i>Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience</i>.</p> <p>FOX, J. (2009), <i>The Myth of the Rational Market</i>, Harper Business, Nueva York.</p> <p>GARCÍA MONTALVO, J. (2003), «La vivienda en España: desgravaciones, burbujas y otras historias», <i>Perspectivas de Sistema Financiero</i>, 78, 1-43.</p> <p>— (2006), «Deconstruyendo la burbuja inmobiliaria», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, 109: 44-75.</p> <p>— (2009), «Wrong incentives in the mortgage industry and a solution», <i>Economists' Voice</i>.</p>	<p>GERARDI, K.; A. LEHNERT; S. SHERLUND, y P. WILLEN (2008), «Making sense of the subprime crisis», <i>Brookings Papers on Economic Activity</i>, Otoño.</p> <p>GORTON, G., y A. METRICK (2009), «Securitized banking and the run on repo», <i>NBER Working Paper 15223</i>.</p> <p>HART, O., y L. ZINGALES (2009), «A new capital regulation for large financial institutions», mimeo.</p> <p>HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU (2009), <i>The De Larosière Report</i>.</p> <p>KASHYAP, A.; R. RAJAN, y J. STEIN (2008), «Re-thinking capital regulation», <i>Working Paper</i>, Universidad de Chicago.</p> <p>KEYS, B.; T. MUNKHERJEE; A. SERU, y V. VIG (2009), «Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 56 (5): 700-720.</p> <p>LAMONT, O., y R. THALER (2003), «Can the market add and subtract? Mispricing in tech stock carve-out», <i>Journal of Political Economy</i>, 111 (2).</p>	<p>LAIBSON, D. (2009), «Bubble economics», mimeo.</p> <p>LI, D. (2000), «On default correlations: a copula function approach», <i>Journal of Fixed Income</i>, 9: 43-54.</p> <p>MAYER, C.; K. PENCE, y S. SHERLUND (2009), «The rise in mortgage defaults», <i>Journal of Economic Perspectives</i>, 23 (1): 27-50.</p> <p>MIAN, A., y A. SUFI (2009), «The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the US mortgage default crisis», de próxima aparición en el <i>Quarterly Journal of Economics</i>.</p> <p>MIAN, A.; A. SUFI, y F. TREBBI (2009), «The political economy of the US mortgage default crisis», mimeo.</p> <p>MURPHY, D. (2009), <i>Unravelling the Credit Crunch</i>, Chapman & Taylor, Nueva York.</p> <p>TAYLOR, J. (2009), <i>Getting off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis</i>, Hoover Institution Press, Stanford University.</p>
---	--	--

COLABORACIONES

II.
**EXPERIENCIAS NACIONALES
E INTERNACIONALES**

Resumen

El periodo anterior a la crisis financiera ha sido caracterizado por cambios en el sistema financiero. Esto ha dado como resultado un desplazamiento de la actividad financiera, alejándose de las actividades bancarias de préstamo tradicionales, hacia el denominado *shadow banking system*. La crisis financiera actual puede ser considerada como el producto de un sistema en el que los inversores presentan un exceso de confianza, están muy ocupados e invierten el dinero de otros, mientras los intermediarios surgen para aprovecharse de las tendencias de los inversores. Sin embargo, las actividades de préstamo podrían cambiar una vez transcurrido completamente el periodo de la crisis.

Palabras clave: crisis financiera, *shadow banking system*, titulización.

Abstract

The period prior to the financial crisis has been characterized by changes in the financial system. This has resulted in a move in finance, from traditional lending, towards the so called *shadow banking system*. The present financial crisis can be considered as the output of a system in which investors are overconfident, busy and invest other people's money, while intermediaries appear to take advantage of the investors' tendencies. However, lending activities could change once the crisis period is over.

Key words: financial crisis, *shadow banking system*, securitization.

JEL classification: G00, G18, G28.

DEMASIADOS ACIERTOS PUEDEN LLEVAR AL ERROR: DEFINIENDO EL MARCO DE LA CRISIS FINANCIERA

Richard J. ROSEN (*)

Banco de la Reserva Federal de Chicago

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera originada en 2007 puede que cambie la forma en que entidades e individuos piden préstamos y ahorran. El periodo que precedió a la crisis se caracterizó por la rápida expansión de una selección de productos que facilitaron la obtención de fondos entre ahorradores y prestatarios. Al menos en parte debido a estos productos, resultó fácil pedir préstamos, dando lugar a una expansión de la deuda (el gráfico 1 muestra el crecimiento del endeudamiento del consumidor). Retrospectivamente, parece que muchos prestatarios han recibido préstamos que no deberían haber recibido, o los han recibido a tipos de interés demasiado bajos para reflejar su riesgo. La crisis financiera supuso un rápido parón en este sentido. En este artículo, describo los cambios que precedieron a la crisis, examino el porqué de su ocurrencia y cómo éstos han podido contribuir a ella, y exploro cómo las actividades de préstamo podrían cambiar una vez que hayamos emergido completamente de la crisis.

Una parte considerable de la evolución de los mercados e instituciones financieras en años recientes ha dado como resultado un desplazamiento de la actividad financiera, alejándose de las actividades bancarias de préstamo tradicionales (ver Adrian y Shin, 2009; Brunnermeier, 2009). Mu-

chas de las nuevas alternativas para los prestatarios e inversores han venido, directa o indirectamente, de lo que se suele llamar el *shadow banking system* (SBS). El término SBS (1) se refiere a las instituciones que proveen alternativas a las actividades bancarias tradicionales (2). Estas firmas pueden, de forma similar a los bancos, intermediar entre prestatarios y prestamistas. Sin embargo, ofrecen una selección de productos más compleja en comparación con los préstamos corrientes, y suelen estar sujetas a una regulación menos intensiva.

Como parte del alejamiento de las actividades financieras bancarias hacia el *shadow banking system*, una forma en la que los mercados financieros cambiaron dramáticamente desde la mitad de los años 1980 y hasta el comienzo de la crisis financiera en 2007, ha sido el surgimiento de la financiación estructurada. Dado que no existe una única definición de financiación estructurada, aquí me centro principalmente en la titulización (la mayoría de los participantes en el mercado consideran los derivados del crédito y otros productos estructurados de transferencia de riesgo como parte de la financiación estructurada; ver Davis, 2005). La titulización es la emisión de bonos respaldados por los pagos de un grupo de activos. Permite a los bancos y otros prestamistas originar activos sin la necesidad de

GRÁFICO 1
RATIO DE AMORTIZACIÓN DE LA DEUDA DE LAS ECONOMÍAS DOMÉSTICAS, 1995-2008



Nota: La ratio de amortización de la deuda de las economías domésticas se define como la ratio de pagos de la deuda sobre la renta disponible. Los pagos de la deuda consisten en los pagos requeridos estimados en hipotecas pendientes y deuda del consumidor.

Fuente: Información sobre Flujos de Financiación de la Reserva Federal por Haver Analytics.

mantenerlos en sus hojas de balance durante un periodo de tiempo prolongado. Las primeras titulaciones incluían grupos de hipotecas de vivienda, llamando titulaciones respaldadas por hipotecas a los bonos emitidos (en inglés, *mortgage-backed securities*, MBS). Las MBS fueron pronto seguidas por las denominadas titulaciones respaldadas por activos (*asset-backed securities*, ABS), que eran bonos respaldados por los pagos de grupos de préstamos, tales como préstamos para la adquisición de automóviles y tarjetas de crédito. En los últimos veinte años, los tipos de activos que eran parte de las titulaciones se expandieron hasta incluir préstamos e hipotecas de grandes corporacio-

nes, así como también un mayor número de activos opacos (hubo una titulización respaldada por royalties de grabaciones de David Bowie). Ha habido también titulaciones respaldadas por los pagos de los grupos de bonos titulizados provenientes de distintos acuerdos (obligaciones de deuda colateralizada, o CDO). La habilidad de los prestamistas para vender con facilidad préstamos como titulaciones ha hecho posible el modelo de negocio de «originar para distribuir» (*originate-to-distribute*, OTD). En lugar de hacer un préstamo manteniéndolo en su hoja de balance hasta su madurez, un prestamista podría hacer (originar) un préstamo, e inmediatamente venderlo.

La habilidad de los prestamistas para utilizar el modelo OTD es frecuentemente citada como uno de los factores que han contribuido a la crisis financiera. Un argumento es el siguiente (Diamond y Rajan, 2009). Un ahorro exterior abundante, que busca títulos seguros, lleva a un incremento en la demanda de bonos y de titulaciones MBS y ABS altamente valoradas. La demanda de estas titulaciones supuso un incentivo a los bancos para crearlas mediante la producción y venta de préstamos. Surgieron paulatinamente problemas de valoración, pero el incremento en los precios de la vivienda cubrió estos problemas, permitiendo a los prestamistas seguir originando y vendiendo prés-

tamos. Cuando los precios de la vivienda comenzaron a decrecer, las pérdidas se hicieron patentes. Teniendo en cuenta que muchos titulares de MBS, incluyendo bancos y vehículos derivados, como los de inversión estructurada —*structured investment vehicles*, SIV (3)—, presentaban cierto apalancamiento (Adrian y Shin, 2008) o mantenían activos a largo plazo junto con pasivos a corto plazo (Brunnermeier, 2009; Diamond y Rajan, 2009), las caídas en el precio de la vivienda cuestionaron la viabilidad de las instituciones. En consecuencia, esto podría haber provocado retiradas en estas instituciones (Gorton y Metrick, 2009). Detrás de este punto de vista se encuentra la razón por la cual, como se ha mencionado con anterioridad, la incorrecta fijación de precios ha sido transmitida a la valoración. Esto es, ¿por qué los problemas que siguieron, una vez que los precios de la vivienda comenzaron a caer, parecían sorprender a tantos participantes dentro del mercado? Exploro por qué varias tendencias de los inversores y la habilidad de los intermediarios para aprovecharse de ellas podrían haber incrementado la probabilidad de las desviaciones en los precios, aparentemente sorprendentes, en relación con los fundamentos.

El SBS facilitó innovaciones tales como los avances en titulización, pero muchas de las innovaciones transfirieron la responsabilidad del *screening* y la monitorización de los prestatarios, de tal forma que el sistema quedó más expuesto a una crisis. Tradicionalmente, gran parte de la intermediación en las finanzas era realizada por los bancos (4). Un banco haría un préstamo que estaría financiado por una combinación de capital propio y depósitos. El banco, al mantener el préstamo en su hoja de balance, tendría un incen-

tivo para llevar a cabo un *screening* de los prestatarios potenciales, asegurándose de que éstos eran solventes, y una monitorización del préstamo para maximizar la posibilidad de que éste sea reembolsado. Muchos de los nuevos productos facilitados por el SBS transfirieron parte de la responsabilidad de los bancos a los inversores. Esto introdujo dos posibles problemas. En primer lugar, los inversores se encontraban fuera de las decisiones en las actividades de préstamo, al menos un paso más lejos. En segundo lugar, muchos de los inversores de titulizaciones disponibles gracias al SBS eran de hecho agentes de otros inversores, lo que llevaba a problemas de incentivos potenciales. Analizo cómo estos dos problemas potenciales, especialmente tras un largo periodo de estabilidad y crecimiento en el sistema financiero, pueden hacer una crisis más probable.

¿Por qué los inversores financieramente sofisticados que participan en los mercados financieros estructurados estarían dispuestos a adquirir titulizaciones extremadamente complicadas? El fuerte desempeño de las finanzas estructuradas ha dado, en general, tres incentivos a los inversores para adquirir titulizaciones estructuradas tales como bonos titulizados. Primero, la teoría financiera conductual ha identificado un cierto número de circunstancias en las que el exceso de confianza afectaba a la toma de decisiones del inversor (ver Malmendier y Tate, 2005). Las elevadas ganancias de las titulizaciones estructuradas en el periodo previo a la crisis podrían haber llevado a los inversores a creer que las titulizaciones eran más seguras de lo que realmente eran. Segundo, se ha asumido en el pasado (reciente) que las calificaciones crediticias de estas titulizaciones son fiables (ver Moody's, 2006).

Podría pues haberles parecido racional a los inversores muy atareados depositar su confianza en el historial reciente de las titulizaciones y las agencias de calificación, en vez de examinar de manera cuidadosa cada titulización que planeaban adquirir. Finalmente, muchos de estos inversores se encontraban, de hecho, invirtiendo para otros (tales como los gerentes de fondos de inversión, que actuaban en nombre de los inversores de los fondos), y esto les dio un incentivo para alcanzar un rendimiento y seguir los pasos de los demás (ver Scharfstein y Stein, 1990, sobre el instinto de manada en Wall Street).

Los factores que atrajeron a los inversores hacia las titulizaciones estructuradas, tales como las MBS, podrían también explicar la evolución del mercado de titulización a lo largo del tiempo. Como se ha mencionado anteriormente, las titulizaciones se han vuelto más complejas con el tiempo. Este hecho es consistente con que los intermediarios involucrados en la emisión de titulizaciones estructuradas se aprovecharan del exceso de confianza y la falta de atención (racional), dado que es probable que los inversores con exceso de confianza creen que pueden evaluar las titulizaciones, y que es improbable que los inversores con falta de atención noten que las titulizaciones se vuelven gradualmente más complicadas, al tiempo que las agencias de calificación crediticia continúan dándoles calificaciones positivas.

En relación con las consecuencias de la crisis, ha habido varias proposiciones para reformar el sistema regulatorio. En el análisis de estas proposiciones cabe preguntarse: ¿Qué hubiera pasado si no hubiese habido SBS? Seguramente es difícil dar respuesta a esta pregunta, pero las actividades banca-

rias de préstamo presentan algunas ventajas y desventajas en comparación a la financiación desarrollada por el SBS. Los problemas de incentivos son probablemente menores en el caso de las actividades bancarias de financiación, pero la base del inversor es más estrecha. Es más, mientras los bancos, al parecer, han generado préstamos excesivamente generosos durante muchos periodos de auge (incluyendo los préstamos *covenant lite* recientemente), las crisis específicamente bancarias no se han expandido al resto de la economía y al sistema financiero en la forma en que lo ha hecho la crisis actual. Para el futuro, la clave es encontrar el equilibrio justo. La crisis ha cambiado indudablemente la forma en la que los inversores consideran las titulizaciones de financiación estructurada, pero puede que esto resulte ser una cuestión temporal. Si los inversores recuperan su confianza, entonces el ambiente pre-crisis podría repetirse. De esta forma, la reestructuración regulatoria podría resultar atractiva, pero es importante equilibrar los beneficios del SBS con el riesgo de otra posible crisis. Resulta también útil recordar que parte de la innovación expandida por el SBS fue un intento de eludir las restricciones regulatorias y legales. Una de las primeras cosas que acompañará probablemente a cualquier cambio regulatorio serán los intentos para esquivar las nuevas regulaciones.

El resto del artículo está organizado como sigue. El apartado II plantea algunos antecedentes en relación con el sistema financiero de los Estados Unidos y su evolución. Se presta especial atención a las actividades de préstamo y al papel del SBS. En el apartado III, analizo porqué los prestatarios comprarían titulizaciones que no tienen una ganancia esperada positiva. Seguidamente, exploro lo que hubiera ocurrido sin la existencia del

SBS (apartado IV) y qué se espera para el futuro (apartado V). Finalmente, el apartado VI ofrece algunos comentarios concluyentes.

II. ANTECEDENTES

Este apartado brinda algunos antecedentes sobre cómo la evolución de las instituciones y mercados financieros en los Estados Unidos han preparado el terreno para la crisis financiera. Comienzo con una comparación básica entre las actividades financieras intermediadas y aquellas basadas en el mercado, y luego discuto las especificaciones para los Estados Unidos. El entendimiento del auge del *shadow banking system* significa comprender tanto la estructura del sistema financiero como los incentivos de los participantes en él. La estructura y los incentivos en 2006 surgieron en parte por las decisiones tomadas en la última gran crisis, en los años 1930.

El papel tradicional de los bancos es el de utilizar depósitos para financiar préstamos. Los depositantes y otros titulares de exigible bancario generalmente valoran la liquidez, por lo que la mayoría de los pasivos bancarios son a corto plazo. Los prestatarios, por otro lado, suelen interesarse por préstamos a largo plazo. Este mal emparejamiento entre los vencimientos deseados por los ahorradores y los prestatarios da lugar al papel de intermediarios financieros como los bancos. Los bancos son capaces de gestionar hojas de balance con muchos activos y pasivos de diferente vencimiento. Esto les permite transformar el exigible a corto plazo en préstamos a largo plazo (y los depósitos pequeños en préstamos grandes). Un valor añadido de la transformación de activos por parte de los bancos, es que deben llevar a cabo el *screening* de los prestatarios

potenciales y la posterior monitorización de los prestatarios que eventualmente reciben los préstamos.

A diferencia del papel tradicional de los bancos, el papel tradicional de otros participantes en el mercado financiero, como bancos de inversión y agentes de titulización, ha sido la venta de titulizaciones en los mercados. En este papel, los bancos de inversión y los agentes de titulización actúan como *brokers*, manteniendo titulizaciones durante periodos de tiempo cortos como parte del proceso de venta o de financiación. En sus actividades tradicionales, los bancos de inversión y los agentes de titulización facilitaban la financiación basada en el mercado. Ésta puede tener gastos generales más bajos que la financiación intermediada y puede dar a los prestatarios acceso a un grupo de inversores potenciales más amplio.

Existen diferencias entre países en cuanto a la importancia relativa de la financiación orientada a la intermediación y la basada en el mercado. Estados Unidos ha tenido históricamente un fuerte sector financiero basado en el mercado. Esto es, en gran medida, función de las leyes y regulaciones que ayudaron a fortalecer un sector bancario de inversión independiente.

La ley más importante que afectó a la estructura del sector financiero en los Estados Unidos en el periodo previo a la crisis financiera ha sido el acuerdo Glass-Steagall en 1933. Glass-Steagall, respuesta a la crisis financiera que condujo a la Gran Depresión en los años 1930, consiguió separar efectivamente a la banca comercial de la banca de inversión (5). Así, a finales de los años 1950, los bancos comerciales generaban préstamos y tomaban depósitos,

mientras que los bancos de inversión financiaban titulizaciones emitidas por entes públicos. Aunque la separación entre bancos comerciales y de inversión no fue completa en su mayor parte, cada tipo de entidad atendía su propio tipo de mercado (6). La separación Glass-Steagall de bancos comerciales y de inversión suponía la existencia de un sector bancario independiente fuerte en los Estados Unidos.

Esta separación entre la banca comercial y la de inversión tuvo también como resultado bancos de inversión que, en los años 1950, no se encontraban estructurados como para competir con bancos en el mercado de préstamos. Dándose cuenta de esto, los bancos de inversión trabajaron en innovaciones que les permitirían competir con los bancos comerciales. En parte, el auge del SBS en los Estados Unidos puede ser considerado como un esfuerzo de las firmas financieras no bancarias para romper las barreras impuestas por Glass-Steagall quitándole los mejores consumidores a los bancos.

Los bancos de inversión comenzaron a invadir el terreno de los bancos comerciales, consiguiendo que las empresas pasaran sus préstamos bancarios a deuda basada en el mercado. En los años 1960, los bancos de inversión consiguieron que muchas empresas grandes reemplazaran sus préstamos por efectos negociables (*commercial paper*, CP). El CP (7) es deuda a corto plazo emitida por entidades no financieras que sustituyó directamente a los préstamos bancarios. A fin de que el CP resultase atractivo para los inversores, los prestatarios habitualmente tenían una garantía para respaldar el reembolso, que generalmente provenía de los bancos comerciales. El CP resultaba interesante para los bancos de in-

versión porque generaban comisiones para ellos, y para los inversores porque se trataba de una titulación líquida de alta calidad; pero estas características no fueron las únicas razones para su éxito. Un factor que contribuyó a la expansión de los mercados de CP fue el arbitraje regulatorio, con lo que me refiero a actividades diseñadas para eludir regulaciones (o leyes) al tiempo que se permite a otros integrantes desempeñar de manera sustancial la misma actividad. Una gran diferencia entre el CP y los préstamos es que el préstamo se ve reflejado en la hoja de balance del banco. Los bancos están sujetos a requerimientos de capital y de reservas. Los requerimientos de capital hacen referencia a que el banco debe alcanzar un capital propio costoso para financiar los préstamos (8 por 100 de los préstamos bajo las recomendaciones de capital de Basilea I), mientras que los requerimientos de reservas se refieren a que el banco debe mantener un porcentaje de depósitos en efectivo (debe alcanzar más de un dólar de depósitos por cada dólar que desee dar como préstamo). Ambos requerimientos suponen costes para los bancos que pueden ser evitados, o arbitrados, si una firma se financia en el mercado de CP en lugar de utilizar un préstamo bancario.

Más tarde, los bancos de inversión fueron pioneros en emitir bonos de elevado rendimiento. Habitualmente, las únicas entidades que podían emitir deuda pública (bonos) eran aquellas a las que las agencias de calificación crediticia otorgaban una calificación del grado de inversión (BBB- o mejor). Pero, a partir de los años 1980, los bancos de inversión fueron capaces de ofrecer deuda de elevado rendimiento, o sin grado de inversión. Los bonos de elevado rendimiento (*high-yield bonds*) actuaban co-

mo sustituto de los préstamos comerciales. Nuevamente, el arbitraje regulatorio podría haber sido uno de los factores que contribuyeron al inicio del mercado de bonos de elevado rendimiento. Una característica de los mercados de CP y bonos de elevado rendimiento es que la deuda intermediada (préstamos bancarios) fue reemplazada por deuda basada en el mercado (no intermediada).

El mercado de titulación privado, que comenzó en 1977 pero no se expandió hasta finales de los años 1980, fue un tipo de innovación diferente a la deuda CP y de elevado rendimiento, porque la titulación es una forma de intermediación. Además, los participantes incluyen tanto a bancos tradicionales como a bancos de inversión. La titulación fue una de las primeras actividades en la que los bancos de inversión competían con los comerciales como intermediarios.

Las primeras titulizaciones en EE.UU. precedieron al mercado privado de titulación. Iniciándose en 1970, bancos y otros prestamistas juntaron carteras de hipotecas de vivienda que se encontraban entonces garantizadas por la agencia de gobierno conocida como *Government National Mortgage Association* (GNMA, también conocida como *Ginnie Mae*). La gran estructura de estas titulizaciones, exceptuando la garantía del GNMA, era similar a la mayoría de acuerdos que siguieron.

Los prestamistas vendieron sus préstamos a intermediarios esponsorizados por bancos comerciales y de inversión (ver Rosen 2007, para una descripción exhaustiva del proceso de titulación). Por razones legales, los préstamos eran propiedad de los denominados vehículos con propósitos especiales o sociedades vehículo (*special pur-*

pose vehicles, SPV; a veces también llamados *special purpose entities*), en lugar de la institución que actuaba como sponsor. Un SPV formaría un grupo de préstamos, y luego emitiría bonos conocidos como titulaciones respaldadas por hipotecas (*mortgage-based securities*, MBS). Los titulares de los bonos eran remunerados basándose en los pagos de los préstamos en la cartera. Las primeras titulaciones GNMA transferían la totalidad de los pagos. Como ejemplo, considérese un emisor que ha recopilado en un SPV 1.000 hipotecas con valor individual de 100.000 dólares, un vencimiento a 30 años y un tipo de interés fijo del 6,50 por 100. Este grupo de hipotecas de 100 millones de dólares podría ser utilizado para respaldar 10.000 bonos con valor individual de 10.000 dólares, un vencimiento a 30 años y una tasa de cupón fija del 6,00 por 100. Cada bono compartiría la misma tasa de cupón y otros rasgos y, lo que es importante, cada uno tendrá una solicitud de reembolso similar en todos los pagos. Las MBS son estructuradas de forma que los pagos de intereses de las hipotecas son al menos suficientes para cubrir los pagos de intereses pendientes de los bonos (más las comisiones de los intermediarios). Los pagos del principal (ya sean pagos estipulados o anticipados) de las hipotecas son utilizados para pagar el principal pendiente de los bonos. El papel del GNMA era el de garantizar el reembolso del principal. Esto deja a los titulares de los bonos expuestos al riesgo asociado al tipo de interés y al riesgo de que los préstamos hipotecarios sean reembolsados antes de tiempo (8).

El siguiente paso en la evolución del mercado de titulización fue la entrada de las entidades patrocinadas por el Gobierno (*government-sponsored entities*, GSE), la Federal National Mortga-

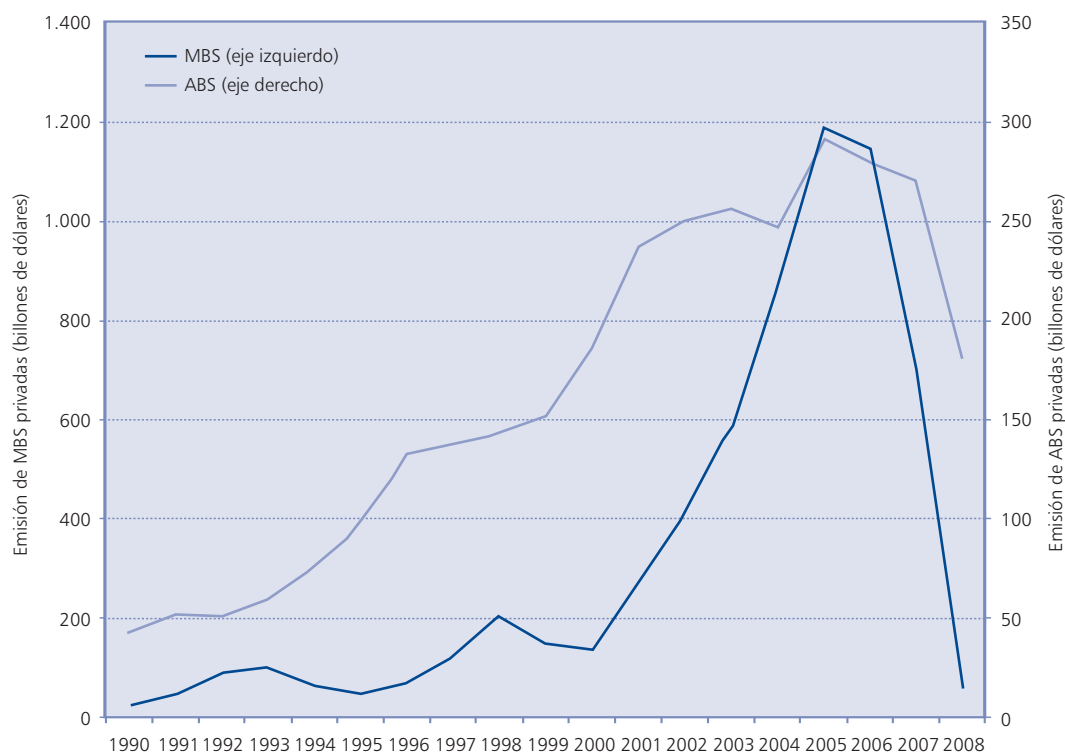
ge Association (conocida como *Fannie Mae*) y la Federal Home Loan Mortgage Corporation (conocida como *Freddie Mac*). La *Freddie Mac* emitió su primera MBS en 1971 y fue seguida posteriormente por la *Fannie Mae*. Como ocurría con la GNMA, las GSE (9) garantizaban los pagos de las hipotecas en el grupo que respaldaba su *mortgage-based security*.

El mercado privado de titulización se originó en 1977, cuando el Banco de América emitió una MBS sin garantías de la *Ginnie Mae* o las GSE. A ésta le siguieron otras MBS de carácter privado, en su mayoría patrocinadas por bancos de inversión. Sin embargo, el mercado no creció de manera apreciable hasta la promulgación de una ley en 1984 que permitía la propiedad de MBS a las instituciones financieras reguladas como los bancos. Posteriormente, en 1985, el mercado de ABS (*asset-backed securities*) comenzó con titulaciones respaldadas por contratos informáticos y préstamos para la adquisición de automóviles. Las MBS (sin garantías de la *Ginnie Mae* o las GSE) y las ABS de carácter privado tienen una estructura básica muy similar a la de las MBS garantizadas por la GNMA, pero con algunas diferencias importantes. La firma, al acordar un MBS o ABS de carácter privado, establece un SPV para adquirir una cartera de titulaciones y emite bonos con pagos basados en los pagos de los préstamos de la cartera subyacente. Sin embargo, dado que las MBS y las ABS de carácter privado no cuentan con garantías del Gobierno o garantías GSE, son estructuradas con protecciones intrínsecas, lo que se menciona más adelante. Los mercados MBS y ABS de carácter privado crecieron rápidamente en los años siguientes, como muestra el gráfico 2.

La titulización cambia la actividad de los bancos en cuanto a llevar a cabo el *screening*, la monitorización y la financiación de préstamos por la de originar préstamos tras un *screening* inicial y la posterior venta de los préstamos. Este nuevo proceso, denominado modelo *originar para distribuir* (*originate-to-distribute*, OTD), puede llevar a problemas de agencia, al reducir los incentivos de los bancos para realizar cuidadosamente un *screening* y una monitorización de los préstamos que se plantean vender (Keys *et al.*, 2010). Ésta es la razón por la cual la mayoría de las titulaciones prematuras estaban vinculadas a carteras grandes formadas por préstamos pequeños y, hasta cierto punto, homogéneos, tales como las hipotecas y los préstamos para la adquisición de automóviles. Rara vez los bancos monitorizaban este tipo de préstamos mientras los prestatarios fuesen constantes en sus pagos. Así, la pérdida de incentivos para la monitorización no ha resultado ser un gran problema. Además, los bancos que vendieron préstamos a una cartera fueron capaces de dar estadísticas agregadas sobre la cartera de préstamos, brindando a los inversores de la MBS una idea fiel del riesgo de morosidad y de las características previas al pago de la cartera. Acompañando a cualquier prohibición contractual para evitar posibles fraudes, el deseo de ser capaces de vender préstamos en el futuro dio a los bancos un incentivo para informar sobre todo aquello aprendido sobre el *screening* de los préstamos.

Otra característica común de las MBS y las ABS de carácter privado es el *tranching*. Comenzando en 1983, las titulaciones ofrecidas en una titulización determinada eran separadas en diferentes tramos, o *tranches*. Muchos inversores se encontraban dispuestos a

GRÁFICO 2
EMISIÓN DE BONOS TITULIZADOS, 1990-2008



Nota: Las MBS privadas son MBS no emitidas o garantizadas por Ginnie Mae, Fannie Mae, o Freddie Mac; y las ABS privadas son bonos emitidos en titulaciones no respaldadas por hipotecas de vivienda.

Fuente: Inside Mortgage Finance.

sacrificar parte de su retribución por corrientes de pagos sumamente seguras y predecibles, mientras otros se prestaban a aceptar un mayor riesgo para obtener rendimientos elevados. Los bonos emitidos en un acuerdo bajo la separación del *tranching*, generalmente diferían en la prioridad de los pagos y, en consecuencia, del riesgo. Por ejemplo, un acuerdo podría tener dos clases de bonos, *senior* y *junior*. Los pagos de intereses de los activos subyacentes podrían ser utilizados para realizar el pago de los intereses de ambas clases de bonos. Los pagos del principal, ya sean estipulados o anticipados, serían utilizados en primer lugar para reembolsar los bonos de clase *junior*. Así, los bonos de clase se-

nior tendrían una madurez más corta y predecible, y serían más seguros, dado que las pérdidas del principal inicial serían compensadas por los bonos de clases *junior*. Muchas titulaciones se dividían en un elevado número de tramos (*tranches*), dando lugar a una compleja dinámica de pagos si un gran número de préstamos subyacentes se presentaban en situación de impago.

La mayoría de las MBS y de las ABS de carácter privado también utilizan un exceso de colateralización y de diferencial para ofrecer una amortiguación a todos los titulares de bonos. El exceso de colateralización hace referencia a la diferencia entre el balance del principal de

los préstamos en la cartera y el balance del principal en las MBS o ABS pendientes; el exceso de diferencial es la diferencia entre los pagos de intereses que entran (pagos del préstamo menos cualquier tipo de comisiones) y el promedio ponderado de pagos que van hacia los titulares de bonos. Se relacionan en el hecho de que el exceso de diferencial puede ser utilizado para generar un mayor exceso de colateralización. El exceso de diferencial se aplica en primer lugar para cubrir pérdidas correspondientes a impagos. De quedar algún resto, se puede utilizar para crear un colchón para hacer frente a futuras pérdidas. Como se ha mencionado con anterioridad, la estructura de una titulación basada en el *tranching* pue-

de resultar extremadamente complicada, dado que los riesgos de pago y de impago son divididos de diferentes formas. Una medida para establecer la posición de los bonos dentro de la estructura jerárquica es su nivel de subordinación. El nivel de subordinación significa que deberá haber una mayor cuota de impagos antes de que el bono sufra una pérdida de principal.

Un objetivo del *tranching* es conseguir una o más clases de bonos calificados como AAA por una agencia de calificación crediticia. Los intermediarios implicados en la emisión de estos bonos (de ahí, los emisores) habitualmente buscaban emitir el mayor porcentaje de bonos calificados como AAA posible. Se daba un baile complicado entre emisores y agencias de calificación crediticia en cuanto al nivel de subordinación de los bonos AAA. Una de las razones por las cuales las agencias de calificación crediticia fueron acusadas de trabajar junto a los emisores durante el auge fue la estructuración de la titulización vía *tranching* de forma tal que el emisor contara con un conjunto atractivo de bonos que vender (Kane, 2008).

A medida que se expandió el mercado de titulización y se incrementó la demanda de bonos titulizados, los emisores empezaron a incluir diferentes tipos de activos en las carteras que respaldaban a las titulizaciones. Las obligaciones de préstamo colateralizado (*collateralized loan obligations*, CLO) son titulizaciones respaldadas por los pagos de una cartera de préstamos comerciales. Las CLO difieren de las anteriores ABS, en parte, debido a que los préstamos en la cartera son grandes. Incluso con la ausencia de titulización, los bancos habitualmente monitorizan el desempeño de los créditos comerciales. La necesidad de monitorización incrementa los problemas de agencia

con este tipo de préstamos, pero los participantes del mercado creían que la estructura de las titulizaciones y cuestiones vinculadas a la reputación eran motivo suficiente para que los prestamistas llevaran a cabo la monitorización.

Las CLO fueron seguidas por las obligaciones de deuda colateralizada (*collateralized debt obligations*, CDO). Las carteras de activos que respaldaban los bonos CDO variaban, pero a mediados de 2000 habitualmente incluían bonos de otras titulizaciones y préstamos comerciales, incluyendo préstamos comerciales inmobiliarios. También había CDO que incluían bonos de otras CDO (generalmente se hacía referencia a éstas como CDO al cuadrado, *CDO-squared*). La mayoría de las CDO eran difíciles de valorar debido a su complejidad.

La expansión de la titulización descansaba en tres pilares. Un pilar era el arbitraje regulatorio (ver Kohler, 1998). Como se ha mencionado con anterioridad, existen costes de regulación cuando se mantiene un préstamo en la hoja de balance de un banco. El modelo OTD permitía a los bancos generar préstamos sin tener la necesidad de mantener el correspondiente capital, que resultaría costoso. Por otro lado, bajo las recomendaciones de capital en base al riesgo, que buscan mantener la exposición a una determinada clase de préstamos, pueden reducir sus activos ponderados por riesgo manteniendo bonos titulizados en lugar de préstamos propiamente dichos.

El segundo pilar que facilitó la expansión de la titulización fue la valoración. Los avances tecnológicos conllevaron una mayor facilidad para analizar grandes cantidades de información con el objetivo de calificar los bonos. Conjuntamente, estos hechos supusieron una mayor comodidad

en relación con la adquisición para los inversores. Es este segundo pilar el que se ha derrumbado durante la reciente crisis. Como demuestra la caída del valor de algunos bonos MBS y ABS durante la crisis, hubo problemas significativos en relación con la valoración y la calificación. En el siguiente apartado, retomo la cuestión de por qué los inversores adquirirían bonos cuya fijación del precio resultaba difícil.

El tercer pilar es la habilidad para distribuir el riesgo inherente en la titulización. El *tranching* permite a los emisores dividir el riesgo de los activos subyacentes de forma casi ilimitada. Les da la posibilidad de diseñar bonos con una amplia variedad en cuanto a las características de los pagos y el riesgo. En teoría, esto permite a los inversores comprar bonos con las características que les resulten más atractivas. Por supuesto, como se describe más adelante, los bancos terminaron manteniendo un gran riesgo de las titulizaciones estructuradas (Shin, 2009).

El movimiento hacia el SBS en general, y hacia la titulización en particular, tenía de fondo la intención de las entidades financieras de captar negocio de sus rivales. Los bancos de inversión trataron de romper las barreras del acuerdo Glass-Steagall innovando con nuevos productos como CP, bonos de elevada rentabilidad y titulización. Al mismo tiempo, los bancos intentaban introducirse en el terreno de la financiación garantizada, en el que realmente desarrollaban sus actividades los bancos de inversión. Mientras algunas de estas innovaciones ofrecían mejoras potenciales (como la división de riesgos en la titulización), la innovación tenía también como objetivo el arbitraje regulatorio. En 1999, en un esfuerzo por nivelar el terreno de juego

entre bancos y bancos de inversión (y, coincidentemente, reducir los incentivos del arbitraje regulatorio), Estados Unidos implementó al acuerdo Gramm-Leach-Bliley. Este acuerdo permitió a los bancos comerciales y de inversión cambiar sus incentivos para innovar (Boot y Thakor, 1997).

Puede que la evolución de la industria financiera y el auge del SBS hayan estado motivados por los esfuerzos de los jugadores en la industria para capturar ingresos, pero supuso un cambio drástico en la forma en la que las firmas obtenían beneficios de su intermediación financiera. A medida que el proceso de las actividades de financiación se alejaba

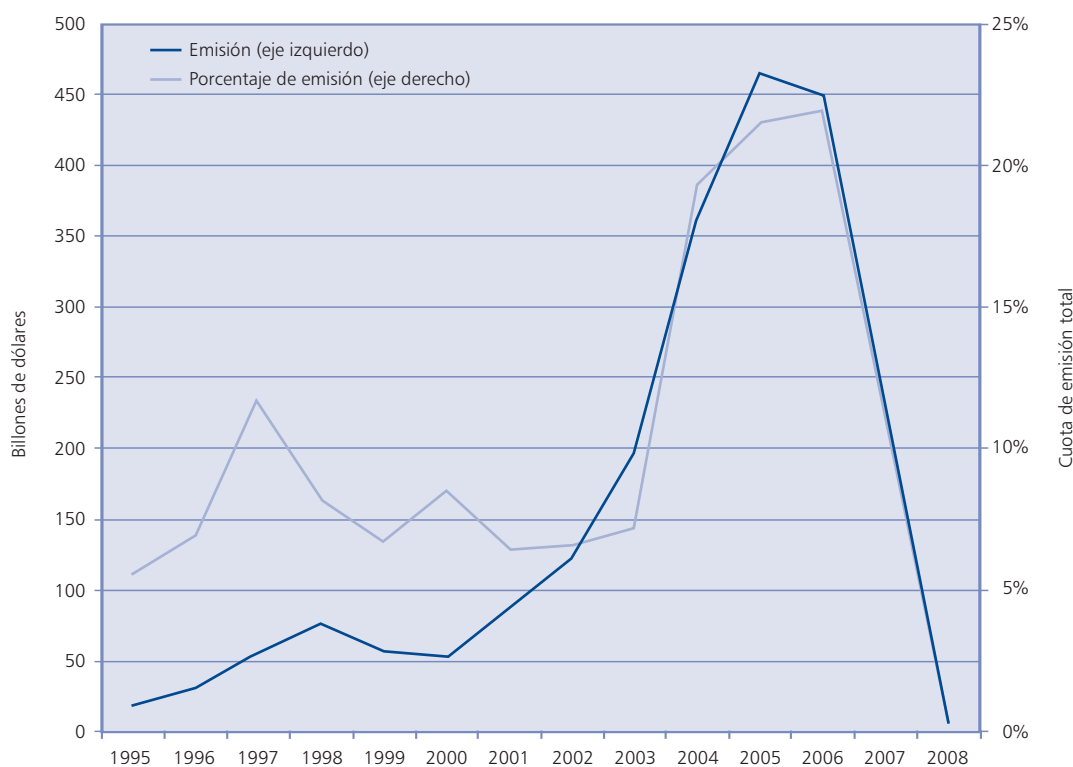
de los préstamos bancarios, acercándose ya sea a alternativas como CP o a alternativas basadas en la intermediación, como la titulización, las ganancias de los bancos se alejaban de su carácter basado en el interés, y se basaban en la comisión. Esto comenzó a acelerar sólo cuando se dio la posibilidad de fusionarse a los bancos comerciales y de inversión. El carácter de las ganancias basado en los ingresos por comisiones redujo los incentivos de los bancos en relación con la preocupación sobre el largo plazo, y en particular sobre el riesgo de los préstamos y titulaciones que vendían. Este riesgo fue transferido a los consumidores. Mientras hubiese alguien interesado en comprarlos,

los bancos tendrían un incentivo para venderlos. Esto da lugar al análisis de la motivación de los compradores para adquirir dichos préstamos y titulaciones.

III. ¿POR QUÉ COMPRARÍAN LOS INVERSORES TITULIZACIONES «MALAS»?

Muchas de las titulaciones con financiación estructurada analizadas en el apartado anterior resultaron bastante populares en el periodo previo a la crisis. Entre 2002 y 2005, el valor de las hipotecas emitidas a los prestatarios *subprime* y tituladas se vio multiplicado por más de tres (gráfico 3). Es-

GRÁFICO 3
EMISIÓN DE MBS, 1995-2008



Nota: La emisión porcentual es el valor de la MBS en dólares dividido entre el valor en dólares del total de MBS.
Fuente: Inside Mortgage Finance.

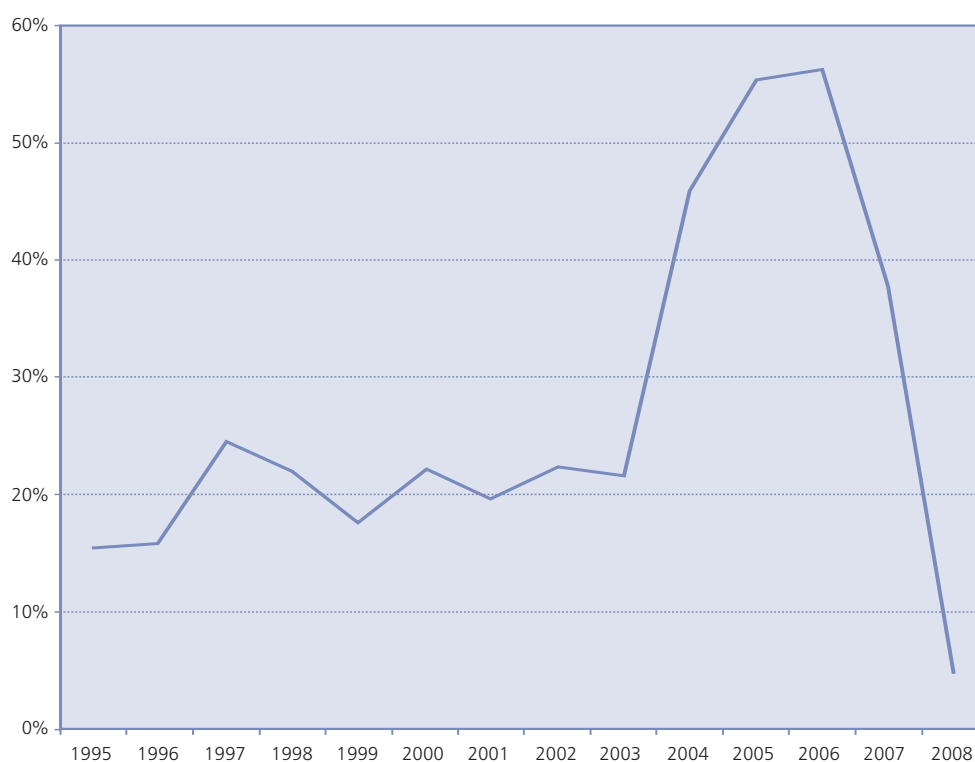
to reflejó un incremento general en la cuota de titulaciones respaldadas por hipotecas que eran emitidas sin garantías del gobierno o del GSE (gráfico 4). Cuando el precio de la vivienda comenzó a caer en 2006 y 2007, fueron las titulaciones producidas más recientes (aquellas de emisión cercana a la crisis) las que produjeron las peores consecuencias (Demanyk y Van Hemert, 2008). ¿Por qué entonces los inversores se amontonaron en estos mercados durante 2006? Una posibilidad es que los inversores estuvieran en lo cierto *ex ante*, y que la crisis fuese simplemente extrema mala suerte. No podemos rechazar esta hipótesis, pero, dado lo que se conoce actualmente sobre la cali-

dad de algunos activos en las titulaciones estructuradas, esto no parece muy probable. En este apartado, considero algunas hipótesis alternativas. Una ventaja de las titulaciones estructuradas sobre inversiones alternativas fue su rendimiento. Las ABS y MBS habitualmente tenían mayores rendimientos que los bonos corporativos con igual calificación; el gráfico 5 ofrece los diferenciales de rendimiento de algunas ABS (10). Mientras algunos de los diferenciales de rendimiento se debían al mayor riesgo de las titulaciones estructuradas, en comparación con los bonos corporativos con calificación similar, la popularidad de muchas de estas titulaciones a mediados de los años 2000 sugie-

re que los inversores actuaron como si la diferencia en los rendimientos significara que los mercados de titulación estructurada fuesen imperfectos, en el sentido de que los *spreads* de rendimientos reflejarían, al menos parcialmente, el dinero puesto sobre la mesa por otros.

En lo que resta de este apartado, analizo algunas de las razones por las que los inversores podrían haber adquirido titulaciones que, al menos retrospectivamente, parecían ser malas inversiones. El primer conjunto de razones puede explicar por qué inversores «racionales» pueden creer que los mercados ponen el dinero sobre la mesa al dejar que una titulación tenga un rendimien-

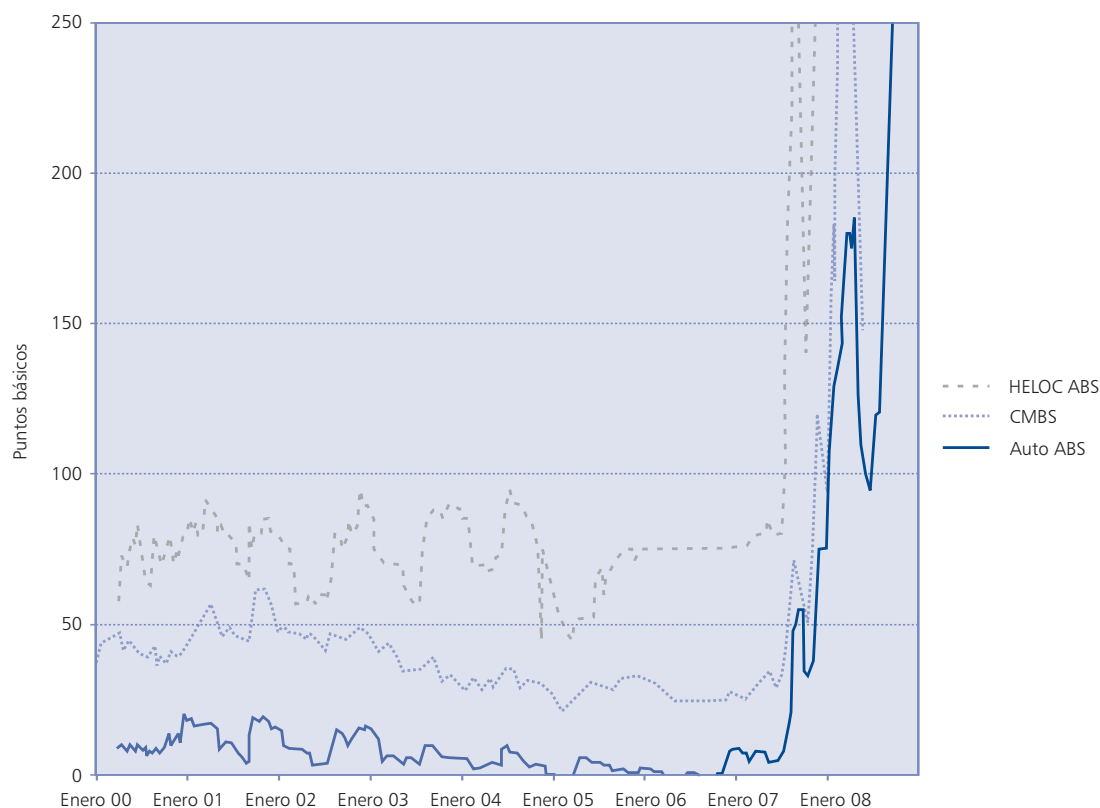
GRÁFICO 4
CUOTA DE MBS EMITIDA SIN GARANTÍAS DEL GOBIERNO O DEL GSE, 1995-2008



Nota: La cuota de MBS emitida sin garantías del Gobierno o del GSE es la ratio del valor en dólares de MBS no emitido o garantizado por Ginnie Mae, Fannie Mae o Freddie Mac sobre el valor total en dólares de la emisión de MBS.

Fuente: Inside Mortgage Finance.

GRÁFICO 5
 RENDIMIENTOS DIFERENCIALES DE ABS SELECCIONADAS, 2000 - 2008



Nota: La serie CMBS termina en mayo de 2008. Algunos diferenciales se exceden en 250 puntos básicos (PB) entre 2007 y 2009 (HELOC ABS alcanza 2.500 PB en noviembre de 2008, el diferencial CMBS alcanza 335 PB en marzo de 2008; y Auto ABS alcanza 575 en noviembre de 2008).

Fuente: Bloomberg. HELOC ABS son diferenciales en ABS basados en líneas de crédito con garantía hipotecaria (DEUH5YR); CMBS son diferenciales en titulaciones comerciales respaldadas por hipotecas (LISPAAA1), y Auto ABS son diferenciales en ABS basados en préstamos para la adquisición de automóviles (DEUA3YR).

to superior que otra titulación con riesgo equivalente. La última razón puede explicar por qué los inversores comprarían una titulación que consideran que tiene una peor compensación entre riesgo e ingresos en comparación con otras alternativas de inversión. Detrás de estos argumentos, se encuentra el papel de las agencias de calificación crediticia.

1. Exceso de confianza y falta de atención

Al tomar decisiones, los inversores tienen acceso a varias herra-

mientas que les ayudan a valorar la inversión potencial. El emisor de una titulación prepara el prospecto con una gran cantidad de información sobre ésta, aunque no toda la información que el inversor desearía, como los detalles de las titulaciones individuales de la cartera de titulaciones (11). Se encuentran disponibles también las valoraciones de una tercera parte, incluyendo las del agente que vende la titulación. No obstante, para muchas de las complejas titulaciones, no existe una valoración consensuada, y mucho menos un método de valoración (ver, por ejemplo, Prince,

2006). Este exceso de material y la falta de consenso en la valoración complican la decisión en relación con la adquisición de una titulación a un precio dado.

Dada la complejidad de las titulaciones estructuradas, ¿cómo debería un inversor que desea mantener cientos de titulaciones diferentes valorar cada una de ellas? La literatura sobre comportamiento financiero ofrece una serie de razones de base psicológica sobre por qué los inversores pueden llegar a no actuar como maximizadores del beneficio. Un aspecto evidente del comportamiento establecido en tra-

bajos anteriores es el hecho de que los inversores tienden a ser excesivamente optimistas y a excesos de confianza (12). Esto es, algunos inversores tienden a sobreestimar su desempeño o sobreestimar la precisión de sus creencias. Hay también evidencia de «confirmación subjetiva»: la tendencia a interpretar la evidencia de tal forma que es consistente con las creencias propias. La «confirmación subjetiva» lleva a los individuos a notar la evidencia que confirma sus creencias e ignorar aquella que las contradice. Estos aspectos del comportamiento del inversor pueden haber jugado un papel en la evolución de la actividad financiera estructurada y en el establecimiento de las condiciones de la crisis que comenzó en 2007. Más allá de cualquier subjetividad, existe también una razón para creer que los inversores atareados podrían tomar atajos, recopilando y valorando información que estiman tendrá un efecto material en la rentabilidad de una inversión. Varios estudios han explorado si la denominada falta de atención racional (13) puede ser utilizada para explicar fenómenos macroeconómicos (ver Sims, 2003, y Reis, 2006). Los modelos en estos estudios muestran cómo las limitaciones de capacidad de la información, o el costoso procesamiento de la información, podrían significar que los individuos no actualizan sus conocimientos continuamente. Esto puede llevar a que los precios sufran desviaciones en relación con sus valores fundamentales. Una forma de falta de atención racional, especialmente cuando es combinada con un exceso de optimismo y de confianza, puede haber ayudado a establecer el escenario de la crisis financiera.

¿Cómo debería un inversor tomar la decisión sobre la adquisición de una titulación estructurada? Una forma es analizar cuidadosamente el prospecto y

hacer conjeturas sobre el precio futuro de los activos y las ratios de morosidad. Esto puede llevar mucho tiempo y, como se ha mencionado anteriormente, puede que no exista consenso en relación con el método de valoración. Una alternativa es invertir menos tiempo en el análisis, y en su lugar confiar en la valoración de alguna otra parte. Por ejemplo, el inversor podría basar sus decisiones de inversión en la calificación crediticia suministrada por las organizaciones de calificación estadística reconocidas a escala nacional (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, NRSRO), fundamentalmente Moody's Investor Service, Standard and Poor's y Fitch Ratings. Estas agencias de calificación crediticia cuentan con extensos historiales de valoración de titulaciones. Para ser una NRSRO, una agencia de calificación crediticia debe ser reconocida por los usuarios como «un emisor de calificaciones fiables y creíbles» (SEC, 2003: 9). Como establezco más adelante, la consideración de las calificaciones crediticias de las NRSRO como fiables y creíbles genera controversias (ver Partnoy, 1999). No obstante, existe una razón para pensar que los inversores han confiado más en las calificaciones crediticias con el paso del tiempo, al menos en el periodo previo a la reciente crisis, tal vez debido a la reputación de las agencias de calificación (ver, por ejemplo, Covitz y Harrison, 2003). Puede que los historiales de las agencias de calificación hayan llevado a los inversores a prestar menos atención a los detalles complejos de cada acuerdo y, en su lugar, acudir a las calificaciones asignadas por las agencias de calificación crediticia como punto de partida (y posible punto final) para cualquier tipo de análisis. Esencialmente, puede que la calificación crediticia de una titulación sirva como anclaje alrededor

del cual el inversor puede interpretar cualquier evidencia adicional (14).

Consideremos un inversor ocupado intentando decidir si invertir en una MBS *subprime* en 2004. Puede que el inversor quiera el rendimiento extraordinario ofrecido por la MBS, pero que no esté seguro sobre cómo valorar la titulación. Puede que observe los detalles de los impagos de la hipoteca *subprime*, que resultaban ser relativamente estables y bajos en los cinco años anteriores a 2004, y evalúe el riesgo de impago. Las pérdidas inherentes de los bonos MBS, basadas en la valoración exterior del *default* hipotecario y las ratios de pago anticipado en ese momento, implicarían que los rendimientos del bono *subprime* MBS proveen una compensación adecuada al riesgo. Esto supone una razonable carga de trabajo, y aún sugiere que las MBS son una buena adquisición. Con el anclaje proporcionado por la calificación crediticia, puede que su análisis sea suficiente para superar la creencia de que raramente el mercado deja dinero sobre la mesa (15). Puede que esto ocurra incluso si el inversor es consciente del debate que rodea la precisión de las calificaciones crediticias.

El punto en el que el inversor pone freno a su análisis puede que dependa de cómo valora su habilidad para fijar el precio de las titulaciones en relación con otros en el mercado. Cuanta más confianza tenga en sí mismo, más predisposto estará a creer que el mercado está infravalorando la titulación. Puede que esto signifique que los inversores con más confianza en sí mismos finalizan su análisis antes que aquellos con menos confianza en sí mismos. Un inversor con exceso de confianza puede pensar que un ren-

dimiento elevado de la titulización es dinero olvidado sobre la mesa. Si se considera mejor analista que el inversor promedio, creará que puede estimar el riesgo de impago mejor que otros. Esto significa que, para las titulizaciones que escoge adquirir, el inversor con exceso de confianza piensa, de manera incorrecta, que el elevado rendimiento existe, ya que, a su entender, los demás inversores han sobreestimado el riesgo de impago. Asimismo, si un inversor con exceso de confianza cree que puede hacer estimaciones más precisas de las posibles corrientes de ingresos, puede establecer un precio más bajo al riesgo real que otros inversores (dado que el riesgo real es mayor que su percepción del riesgo). Así, el exceso de confianza puede llevar al inversor hacia las titulizaciones estructuradas, dado su elevado rendimiento en relación con su calificación crediticia. Suficientes inversores con exceso de confianza pueden conducir rendimientos por debajo del nivel conmensurado con su riesgo, incluso si el rendimiento permanece elevado comparativamente con otras titulizaciones alternativas (tradicionales).

Es posible que la falta de atención irracional explique por qué un inversor cambiaría su propio análisis de un tipo particular de titulización por la confianza en una calificación crediticia. El inversor tiene acceso a dos señales públicas: los pagos de la titulización y la calificación crediticia. Durante el periodo 2000-2006, la mayoría de las titulizaciones estructuradas basadas en carteras de hipotecas u otros activos presentaban impagos muy bajos (16). De esta forma, estas titulizaciones se desempeñaban al menos tan correctamente como su calificación crediticia intuía. Después de hacer un análisis detallado (una o más veces) y encontrar que la calificación crediti-

cia establece un mínimo para el riesgo, puede que el inversor decida que la calificación crediticia es lo suficientemente fiable como para permitirle adquirir las titulizaciones sin llevar a cabo un análisis completo. Un inversor atareado dedica su tiempo a decisiones a las que cree estar más acostumbrado. Mientras las titulizaciones cumplan su desempeño y no exista señal externa que sugiera un incremento del riesgo de impago esperado de los activos subyacentes, el inversor puede optar por una actitud de falta de atención en cuanto a la información detallada y apoyarse en la calificación crediticia. Esto se debe a que el análisis inicial del inversor sugiere que la información de la señal de la calificación es lo suficientemente buena como para permitirle evitar una costosa adquisición de más información (17). El inversor no se molestará en realizar un análisis detallado, incluso para las nuevas titulizaciones, mientras éstas se acerquen en estructura a las titulizaciones con las que ya se encuentra cómodo, dado que es posible que el coste del análisis no compense la mejora esperada sobre la valoración. La confirmación subjetiva posiblemente empujará al inversor a pensar que su confianza en la calificación del crédito ha sido una buena decisión, reduciendo la necesidad percibida de hacer un análisis detallado de las nuevas titulizaciones. De forma similar, la confirmación subjetiva también sugiere que incluso algo de ruido en las señales, tales como las primeras noticias sobre la burbuja inmobiliaria, podrían no resultar suficientes como para perturbar la creencia del inversor de que las cosas van bien. Así, puede que no sea hasta pasado un tiempo desde las señales de riesgo, cuando el inversor comience a prestar una atención cuidadosa a los detalles de una clase de titulizaciones en particular. Un inversor con más confianza en su habilidad

para evaluar titulizaciones puede que necesite mayores cambios en éstas o señales que apunten a la necesidad de una atención cuidadosa.

El argumento anterior sugiere que posiblemente los inversores reaccionen ante el fuerte historial de un tipo particular y la calificación de una titulización estructurada (o cualquier otro tipo de inversión) dedicando menos tiempo a investigar los detalles de la inversión, y si presentan un exceso de confianza, se vuelvan más seguros de que pueden analizar las titulizaciones mejor que otros inversores. Estas posibilidades dan a los emisores una apertura hacia ligeros cambios en la estructura de las titulizaciones que emiten para incrementar el riesgo manteniendo la misma calificación del crédito. Esto resulta importante, porque los emisores tienen un gran incentivo para añadir riesgo, dado que obtienen comisiones por tramitar acuerdos sobre titulizaciones, para lo cual el emisor necesita activos subyacentes (18). Resulta más fácil obtener activos si el emisor puede ampliar el rango de calidad que comprará el *special purpose vehicle*.

La evolución de los acuerdos sugiere que, a lo largo del tiempo, las carteras se volvieron más arriesgadas, y esto llevó a su vez a bonos titulizados con mayor riesgo. Un ejemplo son las MBS de baja calidad. Una forma de establecer el riesgo de una hipoteca de baja calidad (*subprime*) es considerar si ha sido firmada con una documentación completa sobre ingresos, activos y empleo, o si ha sido escriturada con una incompleta documentación (denominadas hipotecas *low-doc* o *no-doc*). Lejos de resultar sorprendente, los préstamos *low-doc* resultaban más propensos a la morosidad que los *full-doc* (préstamos con

documentación completa). De manera consistente con un movimiento hacia titulaciones de mayor riesgo, la cuota de préstamos *low-doc* en carteras de titulaciones *subprime* se incrementó entre 2000 y 2006 (los préstamos *no-doc* alcanzaban menos del 1 por 100 del total de titulaciones *subprime* en las carteras del periodo). En general, existe evidencia de que «la calidad de los préstamos [*subprime*] se deterioró durante seis años consecutivos antes de la crisis, y los tituladores eran, hasta cierto punto, conscientes de ello» (Demyanyk y Van Hemert, 2008) (19). El hecho de que los préstamos *subprime* y la cuota de MBS de carácter privado (que en su mayoría era MBS *subprime*) se incrementaran durante este periodo, especialmente entre 2000 y 2005 (como se observa anteriormente en los gráficos 2 y 3), es una señal de que los inversores no dejaron de adquirir MBS *subprime* al incrementar su riesgo. Así, la evolución de las MBS *subprime* es consistente con el exceso de confianza, la confirmación subjetiva y la falta de atención racional, dado el anclaje de las calificaciones de crédito (20).

Se pueden contar historias similares acerca del mercado financiero estructurado en su conjunto. Las nuevas titulaciones introducidas a medida que el mercado evolucionaba eran, de alguna forma, innovaciones con más riesgo que las anteriores. Por ejemplo, las MBS *subprime* eran similares a las MBS de alta calidad, pero ligeramente más arriesgadas dado que la ratio de morosidad de las hipotecas *subprime* ha sido históricamente superior y más variable que la ratio de morosidad de las hipotecas de alta calidad. Las obligaciones de préstamo colateralizadas se parecían a otras ABS, tales como aquellas basadas en carteras de préstamos para la ad-

quisición de automóviles, en el sentido de que ambas se basaban en los pagos de las carteras de préstamos. Pero, dado que las CLO incluían un pequeño número de préstamos grandes que requerían monitorización, en lugar de un gran número de préstamos pequeños que no eran monitorizados salvo que no se efectuaran los pagos, existían mayores problemas de riesgo moral que en otros ABS. Titulaciones tales como las obligaciones de deuda colateralizada, basadas en carteras de titulaciones MBS y ABS, eran incluso más complicadas. Puede que a los inversores se les haya inspirado un falso sentimiento de seguridad al ofrecerles un fuerte desempeño de las titulaciones estructuradas en general y las calificaciones crediticias. Así, es posible que inversores con exceso de confianza y con falta de atención hayan sido llevados a titulaciones más arriesgadas sin solicitar una compensación vía incremento de los rendimientos. Esto es, puede que el hecho de que una titulación estructurada ofreciera mayor rendimiento que un bono corporativo con la misma calificación haya atraído a los inversores, pero es posible que el exceso de rendimiento no haya sido suficiente para compensar el riesgo adicional, de alguna forma escondido (21).

Una característica que se extiende a lo largo de todo este argumento es el papel de la calificación crediticia. El argumento se basa en la premisa de que la calificación del crédito no reflejó el verdadero riesgo de las titulaciones, y que este problema fue magnificado por posteriores producciones de titulaciones estructuradas. Esto sugiere que las agencias de calificación crediticia no hicieron un buen trabajo. Pero la sugerencia depende de lo que esas agencias entendieran por su trabajo. El pa-

pel de las agencias de calificación crediticia fue controvertido incluso antes de la crisis financiera. Hace ya tiempo que se ha mantenido el debate sobre la correcta anticipación por las agencias de calificación crediticia del riesgo de morosidad futuro, como se ha evidenciado con su fallo al no anticipar con precisión el riesgo de morosidad de bonos emitidos por empresas tales como Washington Public Power System y Enron (Partnoy, 1999; Hill, 2009). Se ha argumentado que los cambios en la calificación crediticia demoran los cambios en el riesgo (Altman and Rijken, 2004). Se cree que estos problemas provienen, de alguna manera, de los incentivos conflictivos que pueden llevar a que las agencias de calificación crediticia sacrifiquen precisión en un esfuerzo por satisfacer otros intereses (Mason y Rosner, 2007; Partnoy, 2006). Las agencias de calificación crediticia obtienen la mayor parte de sus beneficios de los emisores, y ello podría darles una razón para satisfacerlos a expensas de la precisión en la calificación. Puede que los incentivos sean especialmente severos en las finanzas estructuradas, que ha sido un mercado de rápido crecimiento entre 2002 y 2006, generando más de la mitad de los ingresos de Moody's en su esplendor (Mason y Rosner, 2007). Más aún, las agencias de calificación crediticia saben que los emisores pueden buscar otras agencias de calificación competidoras, lo que posiblemente incremente los incentivos para adaptar las calificaciones a los deseos de los emisores (Fons, 2008). Es posible que esto suponga un mayor problema para las titulaciones estructuradas que para los bonos corporativos tradicionales, dado que una cuestión importante en la calificación de titulaciones estructuradas es el establecimiento de la estructura de tramos. La elección de la estructura de tra-

mos es habitualmente un proceso iterativo donde las agencias de calificación proporcionan una retroalimentación al emisor, quien puede entonces modificar la estructura propuesta (Mason y Rosner, 2007). Hay mucho lugar para cambios sutiles en cuanto al riesgo a través de pequeños cambios en la subordinación (22). Una conclusión de esta línea de razonamiento podría ser que las agencias de calificación crediticia, al trabajar con o para emisores, incitarían un incremento del riesgo de las titulaciones estructuradas no aparente para muchos inversores (Kane, 2008) (23).

Una alternativa por la cual las calificaciones crediticias posiblemente no hayan reflejado completamente el riesgo de las titulaciones estructuradas, y las diferencias entre el riesgo real y el estimado por las agencias de calificación crediticia se hayan visto incrementadas a lo largo del tiempo, se basa en los modelos que las agencias utilizan para estimar el riesgo. Ya sea debido a los conflictos de interés o no, existe evidencia de que las agencias de calificación crediticia no dieron cuenta del riesgo predecible de algunas titulaciones estructuradas, y que este problema fue más fuerte justo antes de la crisis financiera en 2007 (Mason y Rosner, 2007; Ashcraft, *et al.*, 2009). La fijación del precio de las titulaciones estructuradas era generalmente difícil y complicada. Esto fue especialmente cierto cuando las carteras de activos fueron divididas en un gran número de tramos. Adicionalmente, el valor estimado de algunas titulaciones era muy sensible a las asunciones sobre la morosidad del activo. Los modelos empleados habitualmente por las agencias de calificación crediticia pierden muchas de las sutilezas porque utilizan supuestos simplificadores para su prac-

ticidad. Los estimadores del riesgo estaban también altamente basados en datos históricos. Esto supuso un problema para muchas titulaciones, dado que la historia reciente generalmente no incluía recesiones importantes. También, debido a los cambios en los patrones de préstamo, parte de la historia era probablemente irrelevante en relación con las carteras de activos. Como evidencia de este último punto, considérese el caso de las hipotecas de baja calidad. El típico prestatario de hipotecas *subprime* en 2005 conllevaba probablemente mayor riesgo que en 2001. Así, empleando ratios de morosidad de las hipotecas *subprime* en 2001 para predecir los ratios de morosidad de las hipotecas *subprime* en 2005, probablemente se infravaloraría el riesgo real. Esto significó que la calificación AAA en 2005 implicaba un mayor riesgo que en 2001. Mientras los inversores podrían haber aprendido algunos de los detalles sobre los modelos de calificación de las agencias, es posible que sólo unos pocos invirtieran tiempo en ello. Una pregunta abierta es en qué medida los emisores explotaron esta singularidad en los modelos de las agencias de calificación (y en los hábitos de aprendizaje de los inversores).

En síntesis, puede que el exceso de confianza y la falta de atención hayan contribuido a la expansión del SBS y a la severidad de la crisis financiera. Cualesquiera que fueran las motivaciones de compra, los primeros inversores lo hicieron bien. El fuerte desempeño de la economía en su conjunto, y del sector inmobiliario en particular, en el periodo entre 2001 y 2006 significó que muy pocas titulaciones presentaron morosidad. Este fuerte desempeño reforzó las opiniones de los inversores y posiblemente los haya conducido a

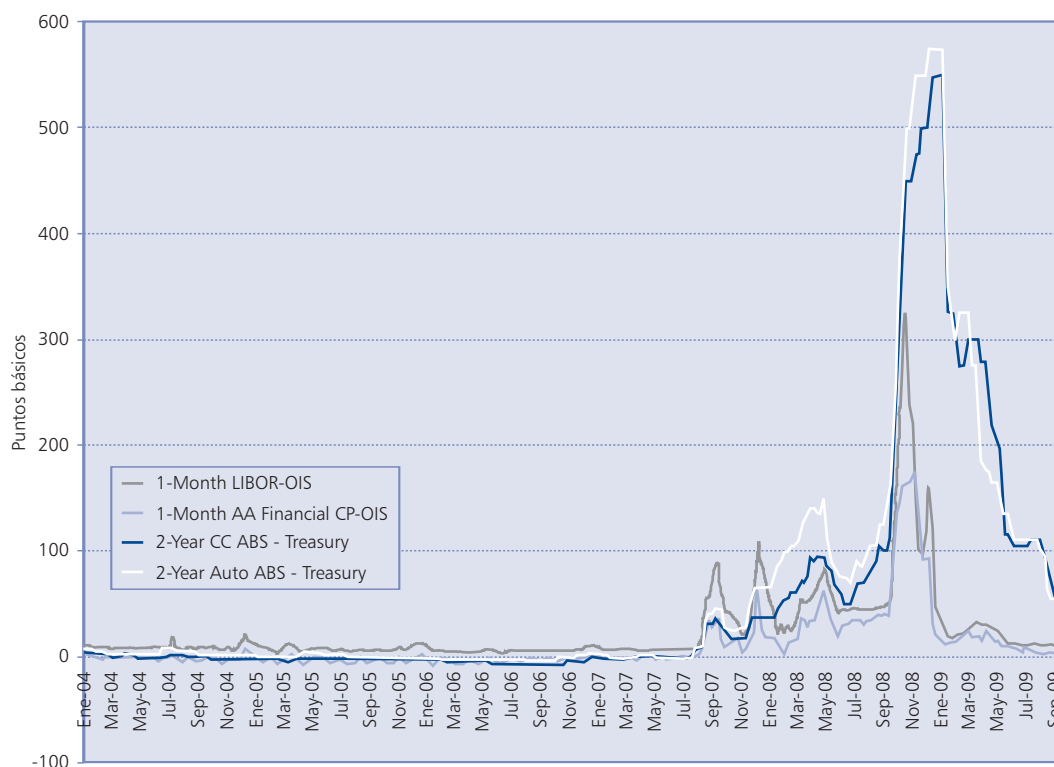
depositar su confianza en las calificaciones del crédito (esto es, demostrar una mayor falta de atención). Dadas estas cuestiones con las agencias de calificación crediticia, todo esto significaba que había lugar para que los emisores produjeran titulaciones con mayor riesgo para una calificación de crédito determinada, algo que hicieron.

2. El dinero de otras personas

Otra razón para la evolución del mercado de titulación estructurada puede que sea que muchos adquirentes utilizan el dinero de otras personas. En el apartado II, establezco las diferencias entre las finanzas directas y las intermediadas. Pero, dentro de las finanzas intermediadas, existen también diferencias en el número de pasos entre ahorradores y prestatarios. En las finanzas bancarias tradicionales, un ahorrador efectúa sus depósitos en un banco que luego realiza préstamos. Sin embargo, el proceso de titulación y otras inversiones puede resultar mucho más complicado. La cadena que va desde el ahorrador hasta el último prestatario puede ser larga (ver Shin, 2009, para más ejemplos). Estas largas cadenas pueden introducir problemas de agencia significativos.

Considérese el simple caso de un individuo que invierte en un bono de fondo de inversión (ver gráfico 6). El gestor del fondo de inversión, actuando como agente del individuo, utiliza la inversión para adquirir titulaciones, incluyendo tal vez titulaciones estructuradas. Las titulaciones estructuradas son agrupadas por un emisor que compra los activos subyacentes de prestamistas tales como los bancos. Los bancos conceden préstamos a los prestamistas

GRÁFICO 6
DIFERENCIALES DE CRÉDITO SELECCIONADOS, 2004-2009



Nota: 1-Month LIBOR-OIS es la ratio LIBOR de un mes menos la ratio de los *swaps* indexados *overnight* (OIS, en inglés) de un mes. 1-Month AA Financial CP-OIS es la ratio del CP calificado como AA de un mes emitido por entidades financieras, menos la ratio de los *swaps* indexados *overnight* (OIS, en inglés) de un mes. 2-year CC ABS - Treasury es la ratio 2-year credit card ABS, menos la ratio 2-year Treasury. 2-year Auto ABS - Treasury es la ratio 2-year automobile ABS menos la ratio 2-year Treasury.
Fuente: Haver Analytics y Deutsche Bank.

tas. ¿Cómo debería el gestor del fondo de inversión escoger dónde invertir? El gestor del fondo de inversión es posiblemente consciente de que los inversores tienden a poner más dinero en fondos con mejor desempeño que sus pares (ver Sirri y Tufano, 1998). Puede que los flujos de los fondos no predigan ingresos futuros, y existe la creencia de que estos inversores son *dumb Money*, esto es, inversores particulares sin experiencia (Frazzini y Lamont, 2008). El gestor del fondo necesita atraer inversores para que se incrementen su compensación. Esto supone un incentivo para que informe sobre las ganancias relativas a los

demás fondos de inversión y sobre las ganancias en conjunto (24). Las titulaciones estructuradas ofrecen una buena forma para hacer esto. Por ello, incluso si el gestor cree que los rendimientos de las titulaciones estructuradas son insuficientes para compensar su riesgo, el inversor mantendrá (racionalmente) su inversión en las mismas.

La elección de invertir en titulaciones estructuradas de un gestor de fondos dependerá del riesgo de las titulaciones y de la tasa de descuento del gestor del fondo, pero también puede depender de lo que hagan otros gesto-

res de fondos. Hay evidencia de que existe una persistencia en las ganancias de los fondos de inversión que presentan un peor desempeño que sus pares (Hendricks, *et al.*, 1993). Para evitar ser categorizado como un agente de pobre desempeño, un gestor de fondos intentaría eludir un desempeño bajo cuando otros fondos similares se desempeñan correctamente. Esto supone un incentivo al inversor para seguir a los demás (ver Scharfstein y Stein, 1990, sobre el comportamiento de rebaño). Entonces, si suficientes gestores de fondos comienzan a invertir en titulaciones estructuradas para conseguir nuevos in-

versores, otros gestores tendrán un incentivo para seguirlos.

La combinación de los incentivos para conseguir rendimientos con el fin de atraer nuevos consumidores y los incentivos para seguir a los demás sólo refuerza el atractivo de las titulizaciones estructuradas. También da a los emisores más razones para ser innovadores. Las titulizaciones con mayores rendimientos, en las que el riesgo es concentrado, posiblemente resultan atractivas para aquellos que invierten el dinero de otras personas. Los elevados rendimientos son populares entre los inversores finales, y el riesgo concentrado significa que es improbable que el agente que invierte el dinero de otros sea considerado negativamente (aunque cuando las cosas se ponen mal, estos pueden ser muy malos). Estas características son consistentes con la evolución de las finanzas estructuradas y el *shadow banking system*.

Un tema que se extiende a lo largo del argumento es que los emisores inteligentes innovaron para aprovecharse de los inversores. Una crítica potencial de esta historia es que la mayoría de las pérdidas de la crisis financiera iniciada en 2007 fue soportada por bancos y otras firmas financieras. Una estimación es que las entidades financieras sufrirían aproximadamente la mitad de las pérdidas potenciales de las hipotecas de baja calidad (Greenlaw, *et al.*, 2008). No todas estas pérdidas provenían de titulizaciones estructuradas, pero hay abundante evidencia de que los bancos de inversión y los bancos comerciales sufrieron las mayores pérdidas por titulizaciones estructuradas en 2007 y 2008 (25). Algunas de estas provenían de su papel como emisores. Cuando los pagos de una cartera de activos son divididos en tramos, puede haber algu-

nos de éstos que son difíciles de vender. Para que se mantengan las comisiones, los emisores a veces mantienen bonos de los tramos que son menos atractivos para el mercado (26). Los bancos de inversión y los comerciales también sufrieron pérdidas por las operaciones propietarias. Puede que esto haya sido una función del exceso de confianza por parte de los comerciantes. Pero también puede haber reflejado una cultura de propensión al riesgo, tal vez relacionada con los esquemas de compensación (Diamond y Rajan, 2009). Hay un dicho en banca que expresa que algunos negocios son interesantes porque «Yo me habré ido, y tú te habrás ido» (en inglés, «*I'll be gone and you'll be gone*» (27). Esto es, los comerciantes obtendrán sus primas si el negocio funciona y, si no, no habrá prima negativa. Entonces, los individuos que operan en las distintas partes de una entidad financiera pueden tener incentivos diferentes. La firma puede intermediar tanto en la venta de titulizaciones arriesgadas como en la compra, al mismo tiempo.

Como nota al margen, para mantener el argumento general, no es necesario que todos los inversores presentaran un exceso de confianza, una falta de atención o que fuesen agentes de otros inversores. Puede que haya habido inversores que tomaron sus decisiones sobre la adquisición de titulizaciones estructuradas basándose puramente en la maximización de beneficios. Sin embargo, los rápidos incrementos en la venta de estas titulizaciones y las pérdidas que asumieron con ellas los inversores sugieren que los inversores maximizadores de beneficios posiblemente no hayan establecido los precios de las titulizaciones. ¿Por qué estos inversores no vendieron las titulizaciones al descubierto para beneficiarse de cualquier valora-

ción incorrecta de los precios debida al exceso de confianza y la falta de atención? Una posible razón es que puede que no resulte óptimo para los inversores con capital limitado intentar pujar en contra de los inversores no maximizadores de beneficios (ver DeLong, *et al.*, 1990).

IV. ¿QUÉ HUBIERA OCURRIDO DE NO HABER EXISTIDO EL *SHADOW BANKING SYSTEM*?

La historia del apartado anterior contaba que los mercados de titulación estructurada migraron hacia instrumentos más complejos y arriesgados debido a la interacción de las motivaciones de los inversores, emisores y, potencialmente, las agencias de calificación crediticia. A los inversores les gustaban los elevados rendimientos de las titulizaciones estructuradas y, dado el fuerte historial en aquellos mercados durante 2005, posiblemente no hayan comprendido completamente los movimientos en toda su complejidad y su riesgo. Los emisores, como medio para alcanzar más activos subyacentes, estaban dispuestos a emitir titulizaciones con carteras de activos más arriesgadas para maximizar sus comisiones. Las agencias de calificación crediticia, ya sea en su intento por incrementar los beneficios o debido a la estrategia de sus modelos, seguían los cambios que los emisores deseaban. Incluso los bancos estaban contentos con las comisiones que podían generar. La cuestión abordada en este apartado es si todo hubiera sido diferente si el *shadow banking system* no hubiera estado presente. Esto es, si fue un problema del SBS o si fue un problema más general, que hubiese ocurrido sin importar la forma que tomara la intermediación financiera.

A medida que el modelo *originar-para-distribuir* creció en po-

pularidad, más intermediación se desplazó de los bancos hacia las titulaciones subyacentes SPV. Esto introdujo problemas de *screening*, dado que los inversores con falta de atención posiblemente hayan permitido a los emisores incluir préstamos de calidad más baja en las carteras de titulaciones. Cuando la crisis financiera golpeó en 2007, muchas titulaciones estructuradas declinaron su valor de manera significativa, al menos en parte por algunos de los activos de baja calidad en las carteras de titulaciones. ¿Hubieran sido realizados estos préstamos de baja calidad si los bancos hubiesen sido obligados a mantenerlos en sus hojas de balance?

Una diferencia entre la intermediación llevada a cabo en los bancos y la realizada a través de titulaciones estructuradas es la longitud de la cadena de intermediación (Shin, 2009). En su mayor parte, en las actividades financieras tradicionales, la hoja de balance del banco se ubica directamente entre ahorradores y prestatarios. Con la titulación existe al menos un enlace más en la cadena de intermediación, dado que el SPV se encuentra entre un prestamista y el inversor final. Como se ha mencionado anteriormente (y en Shin, 2009), la cadena puede ser mucho más compleja. Cada enlace en la cadena introduce problemas de agencia potenciales y la posibilidad de decisiones tomadas bajo excesos de confianza o falta de atención. Esto incrementa la posibilidad de que los activos malos sean financiados, especialmente aquellos que tienen más riesgo de lo que los inversores creen. Esto puede ocurrir debido a una avería en el *screening* o a innovaciones tales como las CDO, que son tan opacas que su valoración resulta casi imposible (28). Como ya se ha discutido en el apartado anterior, estos problemas se vuelven más

severos durante periodos de bonanza sostenidos. Debe aclararse también que los problemas se vuelven más severos cuanto mayor es la longitud de la cadena de intermediación. Esto sugiere que mientras la titulación en cadenas de intermediación particulares y largas posiblemente tiene algunas ventajas al ampliar la base potencial de inversores y distribuir el riesgo (evitando costes regulatorios), ello trae consigo el problema de que los incentivos no emparejados empeoran en los periodos de bonanza.

Si las cadenas de intermediación cortas son mejores, entonces esto otorga a los bancos una ventaja sobre el SBS. Sin embargo, esto no significa que los bancos hubieran evitado todos los problemas asociados al SBS. Una razón es que los bancos se encontraban entre los mayores compradores de titulaciones estructuradas. Pero, detrás de eso, los bancos tuvieron sus propias emisiones durante el periodo de bonanza. Los bancos emitieron gran parte de los denominados préstamos *covenant-lite* durante la mitad de la década de 2000 (Bavaria y Lai, 2007). Los préstamos *covenant-lite*, como su nombre indica, tienen menos y más débiles obligaciones que los préstamos tradicionales. Estos préstamos pueden ser considerados como análogos a las MBS de baja calidad más arriesgadas en el mismo periodo de tiempo. Los bancos han sufrido pérdidas provenientes de los préstamos *covenant-lite* en la crisis financiera y, al menos retrospectivamente, los préstamos parecen haber sido emitidos con unos tipos de interés muy bajos (Cao, *et al.*, 2009).

Los bancos también tienen una historia en relación con el desplazamiento hacia una nueva área cuando parece que ésta se encuentra en auge, sufriendo pérdi-

das sólo cuando el auge finaliza. Algunos ejemplos en Estados Unidos incluyen el auge de los *trusts* de inversión inmobiliaria que tuvo su fin en 1973-1974; el auge de los préstamos a países menos desarrollados, que finalizó en los años 1980, y algunas de las actividades de préstamo inmobiliario que estallaron en la crisis de ahorros y préstamo en los años 1980. Aun así, parece que cuando ha habido crisis en el sector bancario, en general, no se ha extendido tanto hacia los mercados financieros.

Hay también algunas otras diferencias entre la crisis actual y crisis anteriores. En años recientes, los bancos y otras instituciones financieras se han entrelazado más, en parte debido a las titulaciones emitidas en el SBS (Gorton, 2008). Esto significa que el daño de una institución puede extenderse a otras más fácilmente que en años pasados. Adicionalmente, el apalancamiento de los intermediarios era mucho más elevado hacia la mitad de la década de 2000 que en periodos anteriores (en parte, porque los bancos de inversión tenían un apalancamiento más elevado que los bancos comerciales). Una vez que se produce un evento de precipitación, un elevado apalancamiento causa que los participantes en el mercado se preocupen por la solvencia de los bancos. Dado que los bancos comerciales y los de inversión son financiados en gran medida por deuda a corto plazo (Diamond y Rajan, 2009), el evento puede llevar a una retirada, como algunos argumentan que hicieron las pérdidas de las hipotecas de baja calidad en 2007 (Gorton, 2008). Mientras la amplia estructura de la industria financiera no es nueva, puede que su naturaleza entrelazada y su elevado apalancamiento hayan hecho que las perturbaciones en 2007 se propa-

garan más ampliamente que en episodios anteriores.

Es muy difícil saber lo que hubiera ocurrido de no haber existido el SBS. La mayor longitud de las cadenas de intermediación en el SBS probablemente empeoró los problemas de agencia, y es posible que el desplazamiento hacia una intermediación más basada en las comisiones haya empeorado los incentivos de algunos de los participantes en el mercado. Por otro lado, las obligaciones (*covenants*) de los préstamos bancarios se volvieron más débiles, y los prestatarios más arriesgados en la cuesta hacia la crisis, de forma similar a la evolución de la titulización.

V. ¿CÓMO QUEDAN LAS ACTIVIDADES DE PRÉSTAMO DE CARA AL FUTURO?

La crisis financiera comenzó en 2007, cuando los inversores comenzaron a darse cuenta de las pérdidas en las MBS de baja calidad. Pero no terminó ahí. Los participantes del mercado pronto se dieron cuenta de que había pérdidas potenciales alojadas en todo el sistema financiero. Debido a que las firmas financieras estaban altamente apalancadas e interconectadas, se hizo difícil descubrir completamente la exposición de estas entidades. Incluso si uno sabía las contrapartes con las que una firma se relacionaba, se necesitaba conocer también las contrapartes de las contrapartes, y así sucesivamente. La incertidumbre acerca de las pérdidas y la exposición llevó a un ensanchamiento de los diferenciales de crédito y, eventualmente a que la actividad en determinados mercados sufriera un parón virtual (el gráfico 6 ofrece algunos diferenciales representativos). Estas acciones, similares a una reti-

rada, fueron el inicio de la crisis (Gorton y Metrick, 2009).

Los elevados diferenciales de los préstamos interbancarios, el miedo a una economía más débil y la preocupación por su propio capital condujo a los bancos a ralentizar las actividades de préstamo a mediados de 2007 (Ivashina y Scharfstein, 2009). Esta ralentización en las actividades de préstamo posiblemente se hayan debido también al declive en la titulización. Las MBS de carácter privado cayeron bruscamente y la emisión de ABS fue también baja (ver cuadro n.º 1). El descenso de las actividades de préstamo y de titulización continuó en 2008. Si acaso, aceleró en septiembre de 2008, cuando Lehman Brothers falló, las GSE fueron puestas bajo tutelaje (*conservatorship*) y la AIG recibió una ayuda del Gobierno. Por ejemplo, el valor de las nuevas titulizaciones emitidas como parte de las MBS de carácter privado osciló entre los 240 y los 328 billones de dólares para cada trimestre desde la segunda mitad de 2005 hasta la primera mitad de 2007. En el segundo trimestre de 2008, el último trimestre antes del fracaso de Lehman Brothers, la emisión en ese mercado había descendido hasta alcanzar los 25 billones de dólares. Durante los siguientes tres trimestres, la emisión alcanzó los 17 billones de dólares.

A lo largo de la crisis, la Reserva Federal, junto con el Tesoro de los Estados Unidos y otros reguladores en EE.UU. y en el resto del mundo, llevaron a cabo una serie de programas diseñados para estabilizar el sistema financiero y reestaurar los mercados de préstamo. Cuando este artículo fue escrito, era demasiado pronto para determinar si estos programas alcanzaron sus metas, pero la evidencia temprana es prometedora. Los diferenciales de crédito han caído

acercándose a sus niveles anteriores a la crisis (gráfico 6) y hay señales de que la actividad de préstamo puede que esté comenzando a levantarse (ver datos sobre titulización del cuadro n.º 1), aunque no está claro cuánto de esto es debido a la asistencia del Gobierno.

Asumiendo que los programas del Gobierno son prósperos y que son retraídos, ¿cómo serían los mercados de préstamos? Esto es, ¿qué es lo nuevo y normal? En parte, la respuesta a esta pregunta depende de si hay mayores cambios regulatorios y legales que afecten a la estructura de la intermediación y de los mercados financieros. Pero hay varias lecciones que se pueden aprender del auge del *shadow banking system* y el periodo previo a la crisis.

Una primera lección es que algunas de las innovaciones del SBS tienen valor. Un préstamo bancario tradicional combinaba generación, provisión de fondos y monitorización y cobro del préstamo. No hay razón para que éstos estén combinados en un instrumento individual como un préstamo. Los avances en las tecnologías de la información facilitaron la valoración de las carteras de activos a los agentes externos. Esto permite que los riesgos de las actividades de préstamo sean divididos y mantenidos por aquellos dispuestos a asumirlos. Entonces, en teoría, la titulización ofrece ganancias reales en eficiencia.

Una segunda lección de la crisis (aunque debió haber sido comprendida mucho tiempo atrás) es que algo que resulta bueno en teoría puede que no sea bueno en la práctica. El sector privado de las titulizaciones tenía en sus inicios al emisor, quien habitualmente era el prestamista, reteniendo un derecho *junior* (*junior claim*) en la cartera de préstamos. Así, las pri-

CUADRO N.º 1

CANTIDAD DE TITULIZACIONES EMITIDAS RESPALDADAS POR HIPOTECAS Y RESPALDADAS POR ACTIVOS, POR TRIMESTRE, 2004-2009

Año	Trimestre	Titulizaciones del Gobierno y GSE	MBS de carácter privado	ABS
2003	1	326	153	52
2003	2	429	211	75
2003	3	295	251	61
2003	4	284	249	58
2004	1	271	242	52
2004	2	297	299	92
2004	3	370	328	65
2004	4	322	322	83
2005	1	287	285	62
2005	2	303	303	74
2005	3	299	282	75
2005	4	271	276	68
2006	1	320	272	72
2006	2	370	258	79
2006	3	358	124	55
2006	4	340	53	64
2007	1	373	22	43
2007	2	430	25	73
2007	3	288	2	46
2007	4	221	9	19
2008	1	377	5	17
2008	2	651	24	50

Nota: Todas las cifras en billones de dólares. Las titulizaciones del Gobierno y las GSE son aquellas emitidas o garantizadas por Ginnie Mae, Fannie Mae o Freddie Mac; las MBS de carácter privado son todas las MBS restantes, y las ABS son bonos emitidos en titulizaciones que no están respaldadas por hipotecas residenciales.

Fuente: Inside Mortgage Finance.

meras pérdidas iban al emisor. Esto incrementó los incentivos del emisor para llevar a cabo un *screening* cuidadoso de los préstamos y redujo los incentivos de los emisores para incluir préstamos de baja calidad en una cartera. A lo largo del tiempo, como los inversores deseaban mayores rendimientos, los emisores comenzaron a vender los *tramos junior* de elevados rendimientos. Finalmente, fueron los *tramos más senior* los que resultaron difíciles de vender debido a sus bajos rendimientos. Para mantener el tren de la titulización (y sus comisiones asociadas) en funcionamiento, estos *tramos super senior* terminaron en las hojas de balance de los emisores (29). La retención de los *tramos más senior*, en lugar de los más *junior*, redujo los incentivos de los emisores para supervisar cuidadosamente los préstamos en una cartera.

Una lección relacionada, reforzada por la crisis, es que los incentivos importan. El desplazamiento hacia una intermediación basada en mayor grado en las comisiones cambió el enfoque de los originadores y emisores hacia las ganancias a corto plazo. Adicionalmente, los inversores que adquirían titulizaciones de emisores estaban actuando en nombre de otros. Las largas cadenas de intermediación (gráfico 7), combinadas con los esquemas de compensación que muchos de estos inversores tenían, les ha dado un incentivo para alcanzar rendimientos, incluso si éstos parecían no ser suficientes para compensar el riesgo.

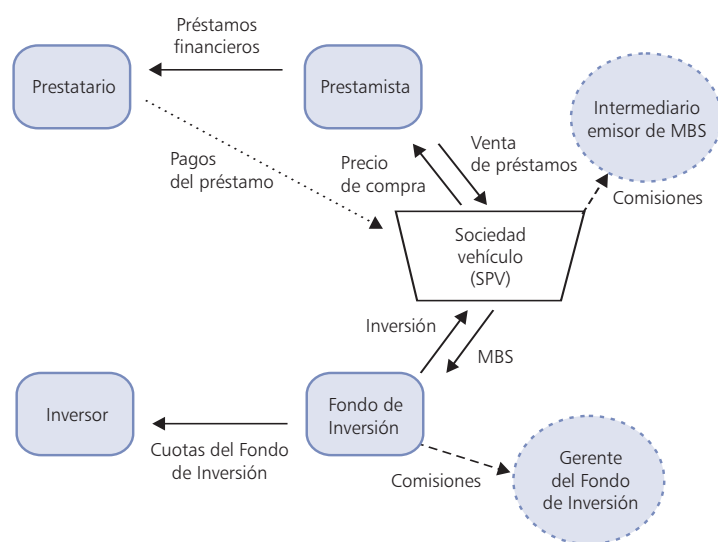
Es importante comprender que los incentivos para incrementar la compensación pueden también ser buenos para la intermediación. La innovación que incrementa la eficiencia de las actividades de

préstamo puede ayudar a los innovadores a incrementar su compensación y conducirlos a una mejor (y tal vez mayor) actividad de préstamo. Por ejemplo, los modelos de valoración crediticia fueron una innovación que mejoró la rentabilidad de los bancos, así como la eficiencia del proceso de las actividades de préstamo.

Otra lección es que los inversores no son siempre maximizadores del beneficio. Los inversores pueden presentar un exceso de confianza y, ocasionalmente, una falta de atención. Ambas tendencias son reforzadas por periodos largos de inversión próspera. Tanto el exceso de confianza como la falta de atención son cuestiones que los intermediarios pueden reconocer y explotar.

¿Dónde nos deja esto? Ha habido claramente una gran pertur-

GRÁFICO 7
CADENA DE INTERMEDIACIÓN PARA LA ADQUISICIÓN DE TITULIZACIONES A TRAVÉS DE UN FONDO DE INVERSIÓN



bación en el sistema que es posible que reordene las cosas por un tiempo. Hasta el punto de que los inversores (y agencias de calificación crediticia) anclaron sus expectativas basadas en información del pasado reciente, y es posible que la crisis domine las decisiones de invertir en titulaciones estructuradas (y de cómo valorarlas). Esto puede mantener los precios a la baja e incrementar los rendimientos para estas titulaciones. Puede que la crisis vuelva a los inversores más atentos respecto a los detalles de lo que están comprando. Esto posiblemente signifique que será difícil emitir algunas de las titulaciones estructuradas más complejas. Pero, en ausencia de una gran reforma regulatoria, en la actualidad existe la misma estructura de incentivos existente en 2005. Hay una pregunta que se plantea si el optimismo fundamental que conduce al exceso de confianza se verá permanentemente afectado por la crisis (30). Pero si las pasadas crisis suponen alguna indicación, los inversores con

exceso de confianza probablemente continuarán manteniendo dicho exceso, con cualquier perturbación que afecte a su confianza decayendo con el tiempo (debido a la confirmación subjetiva, si no otra cosa). Si hay otro periodo de fuertes ganancias, la atención de los inversores decaerá. Los inversores que utilizan el dinero de otros individuos mantendrán los mismos incentivos para informar acerca de las fuertes ganancias y continuarán siguiendo a los demás. Y los intermediarios, especialmente aquellos en el SBS, seguirán teniendo incentivos para innovar e incrementar su compensación. Puede que las nuevas innovaciones no se parezcan exactamente a las antiguas (puede que hayamos visto las últimas CDO nuevas, por ejemplo), pero la creatividad posiblemente conduzca a estructuras del tipo de la titulización que resulten más atractivas para el mercado (31). Existen ya ejemplos en los que los intermediarios están creando nuevas titulaciones complejas (32).

El papel de los reguladores y legisladores es reparar algunas de las grandes filtraciones en el sistema sin contraer excesivamente las actividades de préstamo y la innovación. Para ello, deben reconocer las tendencias de los inversores hacia el exceso de confianza y la falta de atención ocasional. Deben también dar cuenta del impacto de los problemas de agencia cuando algunos inversores utilizan el dinero de otros individuos. Y, finalmente, deben reconocer que cualquier tipo de regulaciones o leyes que implementen se convertirán inmediatamente en objetivos dada la intención de los participantes del mercado de determinar formas para eludir las normas. Las regulaciones y las leyes deberían ser escritas, reconociendo la presencia del arbitraje regulatorio.

Es difícil predecir el volumen de las actividades de préstamo provenientes de la crisis sin saber cómo cambiará la estructura regulatoria, y el efecto a largo plazo del *shock* de la crisis en los inversores. Entre las fortalezas del SBS, éste ofrece a los participantes del mercado una forma de asignar riesgo a diferentes inversores y amplía las opciones de financiación para los prestatarios. Entre sus debilidades, hay que señalar que alarga las cadenas de intermediación, exacerbando potencialmente los problemas de agencia. Puede que estas fortalezas y debilidades persistan. Será difícil meter al genio en la lámpara a través del retorno a un mundo en el que las finanzas tienen lugar principalmente mediante préstamos bancarios tradicionales. Cabe recordar que una de las razones por las que el SBS creció fue que los participantes del mercado innovaban para capturar a los clientes de los bancos.

VI. CONCLUSIONES

La crisis financiera que comenzó en 2007 puso al descubierto una serie de defectos en el sistema financiero. Muchos de estos defectos estaban asociados a los instrumentos financieros emitidos por el *shadow banking system*. El crecimiento del SBS como alternativa a los productos bancarios tradicionales ha existido durante unos años, pero se aceleró rápidamente con la expansión de la titulización en los años recientes. En particular, la expansión de la titulización incluía muchas titulizaciones nuevas, intrínsecamente más arriesgadas. He apuntado cómo las tendencias naturales de los inversores posiblemente hayan permitido a los emisores de los bonos titulizados (y otros productos del SBS) incrementar el riesgo de estas titulizaciones sin que los inversores sean conscientes de ello.

Paradójicamente, las buenas noticias de los años anteriores a 2006 posiblemente llevaron a las malas noticias en 2007. El fuerte crecimiento de las titulizaciones estructuradas, tales como los bonos titulizados, fomentaron el exceso de confianza natural de los inversores. Tal crecimiento reforzó las decisiones de estos inversores para comprar titulizaciones estructuradas. Puede que también haya llevado a los inversores a confiar más en las calificaciones de crédito, dado que la alta calificación que muchos bonos recibieron pareció ser confirmada por su desarrollo. Los inversores atareados posiblemente han aumentado su disposición a confiar en las calificaciones, dado que ello les permitiría enfocar su escasa atención en otras cuestiones. El fuerte desarrollo a comienzos de los años 2000 también presionó a los inversores que utilizaban el dinero de otros individuos para demostrar altas ganancias. Esto

podría haber conducido a estos inversores a alcanzar los elevados rendimientos ofrecidos por las titulizaciones estructuradas incluso si pensaban que el rendimiento elevado era insuficiente para compensar el riesgo de las titulizaciones.

Si los inversores tenían una mezcla de exceso de confianza, falta de atención y un deseo de elevados rendimientos, los intermediarios en el SBS tenían un incentivo para crear titulizaciones con elevados rendimientos pero posiblemente mucho riesgo oculto. Sin embargo, dado que muchos inversores confiaban en las calificaciones crediticias, hubiese sido más interesante para los intermediarios si hubieran podido emitir titulizaciones con mayor riesgo para un determinado nivel de calificación crediticia. Ahora parece que los intermediarios fueron capaces de hacer esto.

La crisis financiera puede ser considerada como un producto posible, e incluso lógico, de un sistema en el que los inversores presentan un exceso de confianza, están ocupados e invierten el dinero de otros individuos, mientras los intermediarios surgen para aprovecharse de las tendencias de los inversores. Las preguntas de cara al futuro son si hay formas para rediseñar el sistema financiero para mitigar el impacto de estas tendencias y cuáles serán los nuevos niveles «normales» de intermediación. Una alternativa es invertir los desplazamientos desde los bancos hacia el SBS acortando la cadena de intermediación (Shin, 2009). Aunque esto resultaría útil, puede que resulte difícil de llevar a cabo en el largo plazo. Entre las razones que explican el auge del SBS encontramos las innovaciones que incrementaron la eficiencia y arbitraron alrededor de las restricciones regulatorias. No hay razón para esperar que este proceso no se

repita. Es importante para cualquier reforma regulatoria reflejar estas cuestiones. Y es imposible saber qué cuestiones nuevas y normales son desconocidas en relación con la forma en la que la regulación será reformada. Si no hay una gran reforma, puede que haya una pérdida gradual de restricciones sobre el crédito con el tiempo, dado que los inversores valoran cada vez menos el *shock* de la crisis mediante el dominio de sus tendencias naturales.

Finalmente, el argumento de que los cambios en la supervisión y la monitorización, causados por el desplazamiento desde los bancos hacia el SBS, hicieron más probable la crisis financiera no absuelve a otros agentes de su culpa. En este artículo, no me centro en analizar si los reguladores contribuyeron a los problemas que llevaron a la crisis actual. Acciones llevadas a cabo por los reguladores (y agencias de calificación) por debajo del óptimo podrían haber exacerbado los problemas generados por un desplazamiento hacia el SBS. Adicionalmente, la estructura de los intermediarios altamente apalancada, combinada con el mal emparejamiento de la madurez en sus hojas de balance, posiblemente haya contribuido a magnificar el efecto del *shock* sobre los activos subyacentes (Diamond y Rajan, 2009). También, mientras aquí el enfoque es en la titulización, pueden hacerse argumentos similares para otros productos del SBS tales como las permutas de riesgo crediticio (*credit default swaps*, CDS) y los acuerdos de recompra.

NOTAS

(*) Me gustaría agradecer a Crystal Cunn su ayuda en la investigación. Las opiniones en este artículo pertenecen únicamente al autor y pueden no representar las opiniones del Banco de la Reserva Federal de Chicago y el Sistema de la Reserva Federal.

Traducción de Jodi Cherry.

(1) SBS es una definición ligeramente más expansiva de alternativas no bancarias que, por ejemplo, el sector bancario titulizado, al cual hacen referencia GORTON y METRICK (2009), y que la intermediación financiera basada en el mercado en SHLEIFER y VISHNY (2009).

(2) Los tipos de entidades incluidas como parte del SBS incluyen bancos de inversión, *hedge funds*, aseguradoras *monoline*, entidades patrocinadas por el Gobierno (GSE), y un número de entidades especializadas creadas para emitir títulos financieros derivados. Los bancos pueden ser parte del SBS siempre que participen en actividades de financiación distintas a las actividades de préstamo tradicionales. La adquisición de los títulos creados en el SBS se trata más adelante.

(3) Los SIV mantenían activos a largo plazo, pero emitían principalmente pasivos a corto (como, por ejemplo, efectos negociables) para la adquisición de los activos. Esto los exponía al riesgo de que no fuesen capaces de refinanciar sus pasivos.

(4) Utilizo el término «bancos» en referencia a todos los tipos de instituciones de depósito.

(5) El acuerdo Bank Holding Company Act de 1954 separó a la banca comercial de los seguros.

(6) Hubo excepciones. Por ejemplo, los bancos podían financiar titulizaciones del Gobierno y deuda privada (contraria a la pública y registrada).

(7) El mercado de CP ha existido durante un largo tiempo, tanto en EE.UU. como en otros países. De manera interesante, Goldman Sachs emitió su primer CP en 1869.

(8) Para algunas carteras de préstamos, el pago de intereses no estaba garantizado, dejando a los titulares de los bonos expuestos también al riesgo de impago de los intereses.

(9) Las GSE son empresas privadas bajo el seguimiento del Gobierno. Sus garantías no eran respaldadas explícitamente por el Gobierno de Estados Unidos, pero cuando las GSE se vieron envueltas en problemas financieros, el Gobierno decidió brindarles ayuda (técnicamente, llevándolas al tutelaje o *conservators-hip* a finales de 2008).

(10) La evidencia de los rendimientos extraordinarios de los MBS *subprime* resulta más anecdótica. Ver, por ejemplo, «Subprime securities market began as 'Group of 5' over Chinese», Mark PITTMAN, *Bloomberg News*, 17 de diciembre de 2007, donde se informa que existieron momentos en los que las titulizaciones calificadas como AAA basadas en hipotecas inmobiliarias ofrecían rendimientos que promediaban un punto porcentual por encima de los bonos del tesoro a diez años.

(11) «La única entidad que realmente comprendió el valor real y el riesgo de una titulación respaldada por hipotecas o una CDO fue el agente hipotecario que originó los presta-

mos que conformaban los activos subyacentes» explica Niket PATANKAR, CEO de la compañía consultora de *hedge funds* Adventity. «Y esa persona ya había desaparecido de la foto cuando eran vendidas como parte de una CDO.» De «Navigating subprime securities», Katie BENNER, *Fortune Magazine*, agosto de 2007.

(12) Existen varios estudios sobre el exceso de confianza en los mercados financieros. La evidencia del exceso de confianza se encuentra en los mercados de valores y en los mercados financieros (Daniel, *et al.*, 1998; ODEAN, 1998; BARBER y ODEAN, 2001), en la toma de decisiones de gestión (BEN-DAVID, *et al.*, 2007; MALMENDIER y TATE, 2005), y en la adquisición de viviendas (AGARWAL, 2007). Para una revisión de la literatura psicológica sobre el exceso de confianza, ver MALMENDIER y TATE (2008), y para un análisis de la «confirmación subjetiva», ver RABIN y SCHRAG (1999). Ver también los capítulos de la *Encyclopedia of Social Psychology* (2007) sobre perseverancia de la creencia, creencias, y «confirmación subjetiva».

(13) Existe también evidencia empírica sobre la falta de atención (ya sea racional o no) en los mercados financieros. Por ejemplo, existe evidencia de que los inversores reaccionan menos ante comunicados sobre ingresos (y posiblemente ante otros comunicados de noticias) realizados los viernes (DELLAVIGNA y POLLET, 2009). Además, los inversores tienden a comportarse como compradores netos de las acciones que más salen en prensa (BARBER y ODEAN, 2008).

(14) El anclaje hace referencia a la subjetividad con la que los individuos valoran probabilidades. La gente tiende a anclarse en determinada información, ignorando o subestimando de manera efectiva otros datos (ver, por ejemplo, TVERSKY y KAHNEMAN, 1974).

(15) Los inversores que indagaron lo suficiente para creer que los *spreads* de rendimiento de algunos MBS y ABS no eran suficientes para cubrir los riesgos de las titulizaciones estructuradas no los habrían adquirido. Claramente, el crecimiento en los mercados de titulación estructurada sugiere que hay pocos inversores de este tipo (o que estos inversores eran agentes para otros, como se discute en el apartado sobre el dinero de otras personas).

(16) En cada año, desde 2003 a 2005, la ratio de morosidad, tanto a nivel de inversión como de titulizaciones estructuradas de alto rendimiento, ha sido inferior que el año anterior (MOODY'S, 2006). En 2005, la ratio de morosidad presenta mínimos históricos.

(17) BRUNNERMEIER y OEHMKE (2009) defienden que puede darse un exceso de información con titulaciones complejas, implicando que hay un límite en la habilidad de un inversor al analizar información. Cuando esto ocurre, la forma en la que se presenta la información resulta crucial, tal vez incluso más importante que la cantidad. La calificación del crédito puede servir como anclaje, como argumento, para el análisis del exceso de información por el inversor.

(18) Existe evidencia de que las empresas intentaron sacar ventaja del exceso de confianza y la falta de atención del inversor (DELLAVIGNA y POLLET, 2009; DANIEL, *et al.*, 2002).

(19) Nótese que este punto de vista, si bien compartido por muchos, no es universal. Ver BHARDWAJ y SENGUPTA (2009).

(20) Además, puede que algunos inversores hayan entendido lo que ocurría, pero, con un exceso de confianza, creían que podrían vender las MBS sobrevaloradas a otros. En teoría, tales creencias pueden corroborar una desviación en los precios respecto a los fundamentales (SCHEINKMAN y XIONG, 2003).

(21) Por supuesto, las diferencias entre riesgos no estaban tan ocultas. La ratio de morosidad histórica de las titulaciones estructuradas de una calificación particular era mucho mayor que la de los bonos corporativos con la misma calificación, como demostraron los datos publicados por las agencias de calificación.

(22) Un incremento en la subordinación promedio no necesariamente significa que el riesgo disminuye. Existe evidencia de que mientras la subordinación en MBS de baja calidad de calificación AAA creció entre 2001 y 2007, la cartera de activos subyacentes incrementó sus riesgos lo suficiente para que las MBS emitidas en los años siguientes fuesen más arriesgadas que aquellas emitidas en años anteriores (ASHCRAFT, *et al.*, 2009).

(23) Los inversores podrían haber conocido los problemas de incentivos de las calificaciones de crédito, pero hay evidencia de que, en general, no descuentan suficientemente los efectos de los incentivos de las partes interesadas, tales como las agencias de calificación (DANIEL, *et al.*, 2002).

(24) Los flujos de los fondos de inversión tienden a estar negativamente correlacionados entre sus diferentes categorías (GOETZMANN, *et al.*, 2001).

(25) Véanse las historias sobre *hedge fund* y otras pérdidas de Bear Stearns, Lehman Brothers, y otras firmas financieras.

(26) Véase como ejemplo «Wall Street's money machine breaks down», en la revista *Fortune* de 12 de noviembre de 2007.

(27) Véase «What's Really Wrong with Wall Street Pays», en la sección *Economix* del *New York Times* de 18 de septiembre de 2009.

(28) Algunas CDO parecen haber sido adquiridas por inversores que posiblemente no han sabido qué titulaciones en la cartera respaldaban a los bonos (véase, por ejemplo, «The challenge of CDO squared», *Risk*, marzo de 2005).

(29) Véase, por ejemplo, «Wall Street's money machine breaks down», en la revista *Fortune* de 12 de noviembre de 2007.

(30) Véase «The financial crisis and America's casino culture», *New York Times*, 19 de septiembre de 2009 (Peter Goodman). BER-

GER y UDELL (2004) sugieren que existe una memoria institucional de crisis que se pierde con el tiempo. Esto supone que las perturbaciones en las creencias posiblemente son temporales.

(31) Por ejemplo, algunos (SHIN, 2009) han necesitado una expansión de los *covered bonds* (cédulas hipotecarias y titulizaciones de créditos concedidos al sector público), para remplazar las MBS (ver ROSEN, 2008, para un análisis de los *covered bonds*).

(32) Por ejemplo, los bancos de inversión están empaquetando nuevamente los préstamos que respaldan las MBS existentes en nuevas carteras que respaldan nuevas MBS («Wall Street Wizardry reworks mortgages», *Wall Street Journal*, 1 de octubre de 2009 (Leslie Scism y Randall Smith). Estos nuevos bonos son una forma de arbitraje regulatorio, ya que están estructurados para reducir los requerimientos de capital para los bancos y aseguradores que retienen las titulizaciones.

BIBLIOGRAFÍA

ADRIAN, Tobias, y Hyun Song SHIN (2008), «Liquidity, monetary policy, and financial cycles», *Current Issues in Economics and Finance*, 14(1).

— (2009), «Money, liquidity, and monetary policy», *American Economic Review Papers and Proceedings* 99(2): 600-605.

AGARWAL, Sumit (2007), «The impact of homeowners' housing wealth misestimation and consumption and savings decisions», *Real Estate Economics* 35(2): 135-154.

ALTMAN, Edward I., y Herbert A. RIJKEN (2004), «How ratings agencies achieve rating stability», *Journal of Banking and Finance*, 28(11): 2679-2714.

ASHCRAFT, Adam B., y SANTOS, João A. C. (2009), «Has the CDS market lowered the cost of corporate debt?», *Journal of Monetary Economics*, 56: 514-523.

BARBER, Brad M., y Terrance ODEAN (2001), «Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment», *Quarterly Journal of Economics*, 116: 261-293.

— (2008), «All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors», *Review of Financial Studies*, 22: 785-818.

BAUMEISTER, Roy F., y KATHLEEN D. VOHS, eds. (2007), *Encyclopedia of Social Psychology*: 109.

BAVARIA, Steven M., y Ana LAI (2007), «The leveraging of America: covenant-lite loan structures diminish recovery prospects», *Standard & Poor's RatingsDirect*: 1-10.

BEN-DAVID, I.; J.R. GRAHAM, y C.R. HARVEY (2007), «Managerial overconfidence and corporate policies», *NBER Working Paper*.

BERGER, Allen A., y Gregory F. UDELL (2004), «The institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behavior», *Journal of Financial Intermediation* 13(4): 458-495.

BHARDWAI, Geetesh, y Rajdeep SENGUPTA (2009), «Where's the smoking gun? A study of underwriting standards for US subprime mortgages», *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2008-036B*.

BOOT, Arnold W. A., y THAKOR, Anjan V. (1997), «Banking scope and financial innovation», *Review of Financial Studies*, 10(4): 1099-1131.

BRUNNERMEIER, Markus K. (2009), «Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08», *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 77-100.

BRUNNERMEIER, Markus K., y Martin OEHMKE (2009), «Complexity in financial markets», *Working paper*.

CAO, Jerry; Joseph MASON, y Wei-Ling SONG (2009), «The consequences of aggressive commercial credit expansion: The role of lending standards and loan sales in the credit crisis», *Working paper*.

COVITZ, Daniel M., y Paul HARRISON (2003), «Testing conflicts of interest at bond ratings agencies with market anticipation: Evidence that reputation incentives dominate», *Working paper*.

DANIEL, K.; HIRSHLEIFER, D., y SUBRAHMANYAM, A. (1998), «Investor psychology and security market under- and overreactions», *Journal of Finance*, 53(6): 1839-1885.

DANIEL, Kent D.; HIRSHLEIFER, David A., y TEOH, Siew Hong (2002), «Investor psychology in capital markets: Evidence and policy implications», *Journal of Monetary Economics*, 49: 139-209.

DAVIS, Henry A. (2005), «The definition of structured finance: Results from a survey», *The Journal of Structured Finance*, 11(3): 5-10.

DELLAVIGNA Stefano, y Joshua M. POLLET (2009), «Investor inattention and Friday earnings announcements», *Journal of Finance*, 64: 709-749.

DE LONG, J. B.; SHLEIFER, A.M.; SUMMERS, L.H., y WALDMANN, R.J. (1990), «Noise trader risk in financial markets», *Journal of Political Economy* 98: 703-738.

DEMYANYK, Yuliya, y Otto VAN HEMERT (2008), «Understanding the subprime mortgage crisis», *The Review of Financial Studies*, diciembre.

DIAMOND, Douglas W., y RAJAN, Raghuram G. (2009), «The credit crisis: Conjectures about causes and remedies», *Working paper*.

FONS, Jerome S. (2008), «Rating competition and structured finance», *Journal of Structured Finance*, 14(3): 7-15.

FRAZZINI, Andrea, y LAMONT, Owen A. (2008), «Dumb money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns», *Journal of Financial Economics* 88(2): 299-322.

GOETZMANN, William N.; Massimo MASSA, y K. Geert ROUWENHORST (2001), «Behavioral factors in mutual fund flows», *Working paper*.

GORTON, Gary (2008), «The panic of 2007», en *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Proceedings of the 2008 Jackson Hole Conference, Federal Reserve Bank of Kansas City.

GORTON, Gary, y Andrew METRICK (2009), «Securitized banking and the run on repo», *Working paper*.

GREENLAW, D.; J. HATZIUS; A. KASHYAP, y H. S. SHIN (2008), «Leveraged losses: Lessons from the mortgage market meltdown», *US Monetary Policy Forum Report 2*, <http://www.chicagogsb.edu/usmpf/docs/usmpf2008confdraft.pdf>

HENDRICKS, Darryll; PATEL, Jayendu S., y ZECKHAUSER, Richard J. (1993), «Hot hands in mutual funds: The persistence of performance, 1974-87», *Journal of Finance* 48: 93-130.

HILL, Claire A. (2009), «Why did anyone listen to the rating agencies after Enron?», *Journal of Business and Technology Law*, 4(2): 283-294.

IVASHINA, Victoria, y David SCHARFSTEIN (2009), «Bank lending during the financial crisis of 2008», *Working paper*.

KANE, Edward J. (2008), «Who should bear responsibility for mistakes made in assigning credit ratings to securitized debt?», *Working paper*.

KEYS, Benjamin J.; Tanmoy K. MUKHERJEE; Amit SERU, y Vikrant VIG (2010), «Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans», *Quarterly Journal of Economics*, 125(1), de próxima aparición.

KOHLER, K. E. (1998), «Collateralised loan obligations: A powerful new portfolio management tool for banks», *The Securitization Conduit*, 1(2): 6-15.

MALMENDIER, Ulrike, y Geoffrey TATE (2005), «CEO overconfidence and corporate investment», *The Journal of Finance*, 60(6): 2661-2700.

— (2008), «Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction», *Journal of Financial Economics*, 89(1): 20-43.

MASON, Joseph R., y ROSNER, Josh (2007), «Where did the risk go? How misapplied bond ratings cause mortgage backed securities and collateralized debt obligation market disruptions», *Working paper*.

MOODY'S (2006), «Default & loss rates of structured finance securities: 1993-2005», abril.

<p>ODEAN, Terrance (1998), «Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average», <i>Journal of Finance</i>, 53(6): 1887-1934.</p> <p>PARTNOY, Frank (1999), «The Siskel and Ebert of financial markets?: Two thumbs down for the credit rating agencies», <i>Washington University Law Quarterly</i> 77(3): 620-712.</p> <p>— (2006), «How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers», <i>Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?</i>, Yasuyuki Fuchita y Robert E. Litan (eds.), Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research.</p> <p>PRINCE, Jeffrey T. (2006), «A general review of CDO valuation methods», <i>The Journal of Structured Finance</i>, 12 (2): 14-21.</p> <p>RABIN, Matt, y SCHRAG, Joel L. (1999), «First impressions matter: A model of confirmatory Bias», <i>Quarterly Journal of Economics</i>, 114(1): 37-82.</p>	<p>REIS, Ricardo (2006), «Inattentive Producers», <i>Review of Economic Studies</i>, 73(3): 793-821.</p> <p>ROSEN, Richard J. (2007), «The role of securitization in mortgage lending», <i>Chicago Fed Letter</i>, Federal Reserve Bank of Chicago, noviembre.</p> <p>— (2008), «What are covered bonds», <i>Chicago Fed Letter</i>, Federal Reserve Bank of Chicago, diciembre.</p> <p>SCHARFSTEIN, David S., y STEIN, Jeremy C. (1990), «Herd behavior and investment», <i>American Economic Review</i>, 80(3): 465-79.</p> <p>SCHINKMAN, J.A., y W. XIONG (2003), «Overconfidence and speculative bubbles», <i>Journal of Political Economy</i>, 111(6): 1183-1219.</p> <p>SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION —SEC— (2003), «Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of the securities markets», enero.</p>	<p>SHIN, Hyun Song (2009), «Financial intermediation and the post-crisis financial system», <i>Working paper</i>.</p> <p>SHLEIFER, Andrei, y VISHNY, Robert W. (2009), «Unstable Banking», <i>NBER Working Paper</i> número 14943.</p> <p>SIMS, Christopher A. (2003), «Implications of rational inattention», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 50(3): 665-690.</p> <p>SIRRI, Erik R., y Peter TUFANO (1998), «Costly search and mutual fund flows», <i>Journal of Finance</i>, 53: 1589-1622.</p> <p>TVERSKY, Amos, y Daniel KAHNEMAN (1974), «Judgment under uncertainty: Heuristics and biases», <i>Science</i>, New Series, 185(4157): 1124-1131.</p> <p>WHITE, Lawrence J. (2009), «The credit rating agencies: Understanding their central role in the subprime debacle of 2007-2008», <i>Working paper</i>.</p>
--	---	---

Resumen

Como en muchos otros países, el mercado bancario del Reino Unido ha sufrido una transformación radical con la crisis crediticia de mediados de 2007. Lo que alguna vez fue una industria rentable, innovadora y dinámica, se ha visto colapsada virtualmente, y ahora grandes bancos son propiedad pública, el Gobierno ha tenido que inyectar fondos masivos para apoyar las actividades de préstamo y todo ello ha sido seguido por una crisis. Este artículo se plantea analizar los rasgos estructurales de la industria bancaria del Reino Unido, incluyendo un análisis de la crisis crediticia y cómo ésta se extendió. Para ello, examinamos la evolución reciente de los bancos del Reino Unido y mostramos que, si bien hasta 2006/2007 se encontraban entre los bancos con mejor rentabilidad a escala europea, los resultados de los bancos del Reino Unido cayeron significativamente en 2008 (RBS, por ejemplo, tuvo unas pérdidas de -43 por 100). Finalmente, nos centramos en el ambiente regulatorio, brindando especial atención a los cambios recientes y su impacto sobre el sector.

Palabras clave: mercado bancario del Reino Unido, crisis crediticia, cambios regulatorios.

Abstract

As in many other countries, the UK banking market has undergone radical transformation since the onset of the mid-2007 credit crisis. What was once a profitable, innovative and dynamic industry has virtually collapsed and now major banks are state owned, the government has had to inject massive funds to support lending and a crisis has ensued. This paper aims to review the structural features of the UK banking industry including an analysis of the credit-crisis and how it unravelled. We then review the recent performance of UK banks and illustrate that up to 2006/7 that they were among Europe's best performing financial firms, however, the returns of major UK banks collapsed in 2008 (eg RBS made a loss of -43 por 100). Finally we focus on the regulatory environment, with particular attention to recent changes and their impact on the sector.

Key words: UK banking market, credit crisis, regulatory changes.

JEL classification: G00, G18, G21.

LA CRISIS BANCARIA DEL REINO UNIDO

Phil MOLYNEUX (*)

Bangor University, Reino Unido

I. INTRODUCCIÓN: LA BANCA DEL REINO UNIDO

A diferencia de otros grandes países europeos, el Reino Unido cuenta con un número de bancos relativamente pequeño. Como ilustra el gráfico 1, el número total de instituciones bancarias autorizadas ha caído de 600 en 1985 a 341 a finales de 2008. El gráfico muestra también la disminución en el número de MBS (Mutual Building Societies) durante el mismo periodo.

El descenso en el número total de bancos es atribuible a los bancos extranjeros que ya realizaban operaciones en el Reino Unido, adquiriendo bancos de inversión británicos relativamente pequeños y consolidándose en el mercado bancario minorista nacional.

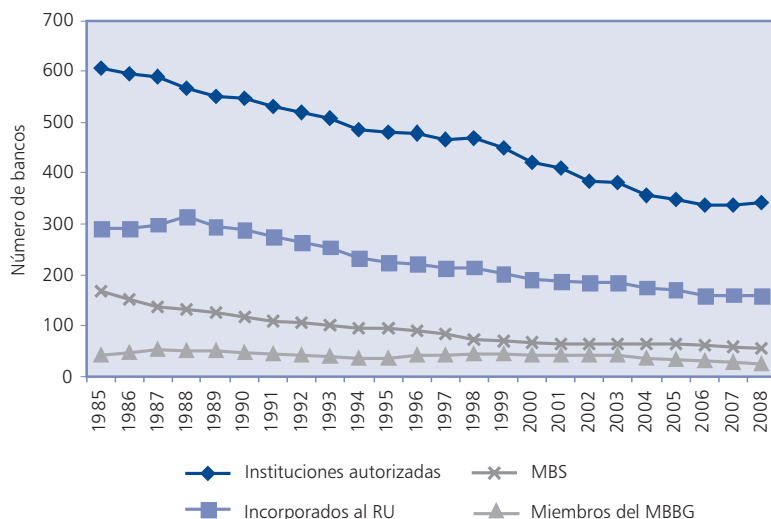
El cuadro n.º 1 muestra que, durante la segunda mitad de la década de 1990, el descenso del número de bancos extranjeros ha sido mayor que el descenso del número de bancos incorporados al RU, si bien las fusiones y adquisiciones entre los bancos incorporados al Reino Unido resultaron en una caída de su número, de 202 en 1999 a 158 a finales de 2008. Durante la segunda mitad de la década de 1990, una caída del número de bancos no europeos (particularmente bancos japoneses) fue contrarrestada por un incremento de la presencia de instituciones europeas, cuyo número aumentó de 79 a 105 entre 1993 y 1999; luego, el número de

bancos europeos ha caído hasta 98 en 2008. El cuadro n.º 1 ilustra estas tendencias y muestra que el número total de bancos extranjeros operando en el Reino Unido cayó de 257 a 183 entre 1995 y 2008. La reciente crisis en la banca del Reino Unido se espera que dé como resultado una futura consolidación del sector.

El cuadro n.º 1 ilustra el número de bancos y subsidiarios de los principales bancos minoristas del Reino Unido —también conocidos como *Major British Banking Groups* (MBBG). Estos bancos dominan el negocio bancario de la libra esterlina en el Reino Unido. Hasta finales de 2007, MBBG incluía: Abbey National, Alliance & Leicester, Barclays, Bradford & Bingley, HBOS, HSBC Bank, Lloyds TSB, Northern Rock, y Royal Bank of Scotland. Cuatro de estos eran MBS que adoptaron un estatus bancario: Abbey National (convertido en 1989), Alliance and Leicester (1997), Bradford & Bingley (2000) y Northern Rock (1997). HBOS fue formado por la fusión entre Halifax (que se convirtió en sociedad anónima y obtuvo su estatus bancario en junio de 1997) y Bank of Scotland en septiembre de 2001.

Desde mediados de 2007, MBBG ha experimentado la inestabilidad resultante de la crisis crediticia y ha visto afectadas sus actividades de manera adversa debido a avances significativos. Northern Rock fue la primera víctima de la crisis, revelando el 13 de septiembre de 2007 que había recibido apoyo financiero de

GRÁFICO 1
NÚMERO DE BANCOS Y MBS 1985-2008



Nota: MBBG hace referencia a *Major British Banking Groups*.
Fuente: Cifras a finales de febrero. Adaptado de *Banking Business, An Abstract of Banking Statistics 2008* volumen 25, cuadro 1.04, (2004) volumen 21, cuadro 1.04, p.6, (1999) volumen 16, cuadro 1.04, p.6, y (1996) volumen 13, cuadro 6.01, p.6 (British Bankers Association: Londres).

emergencia del Banco de Inglaterra, habiendo sido incapaz de re-financiarse en los mercados inter-bancarios. En los días posteriores, mil millones de libras fueron retiradas de las oficinas bancarias, lo que supuso la primera situación de pánico bancario en el Reino Unido en más de un siglo.

Para frenar dicha situación, el 17 de septiembre de 2007 el Gobierno del Reino Unido anunció la garantía total de los ahorros de los depositantes. Más tarde, el mismo mes, Lloyds TSB anunció que adquiriría HBOS por 12 mil millones de libras, creando una entidad fusionada con una cuota de mercado cercana a un tercio de los mercados de depósitos y de hipotecas en el RU. Las autoridades de competencia del Reino Unido entendieron que el objetivo de prevenir el colapso de HBOS invalidaba los intereses *antitrust*, que en cualquier caso conllevaría la fusión de dos grandes bancos mi-

CUADRO N.º 1

NÚMERO DE BANCOS EN EL REINO UNIDO

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Número de instituciones autorizadas, de las que:.....	481	478	466	468	449	420	409	385	380	356	346	335	335	341
Incorporadas al RU ..	224	220	212	214	202	190	188	184	185	174	171	159	160	158
Instituciones europeas autorizadas.....	102	103	105	105	109	103	97	89	92	89	87	93	93	98
Incorporadas fuera del área económica europea.....	155	155	149	149	138	127	124	112	103	93	88	83	82	85
Miembros del MBBG y sus subsidiarios del sector bancario (a) (incluidos arriba).....	37	40	41	44	43	41	42	41	42	35	32	30	28	24
Bancos miembro del BBA (incluidos arriba) (b).....	307	306	311	337	327	302	295	265	244	236	218	206	199	203

Nota: Las listas de instituciones autorizadas son publicadas por el Banco de Inglaterra
(a) Major British Banking Groups (MBBGs) en 1999 incluían los siguientes: Abbey National Group, Alliance & Leicester Group, Barclays Group, Bradford and Bingley plc (desde 2000), HBOS Group, HSBC Bank Group, Lloyds TSB Group, Northern Rock Group (desde 1999) y Royal Bank of Scotland Group.
(b) Como a finales de marzo.
Fuente: Adaptado de *Banking Business, An Abstract of Banking Statistics (2008)*, volumen 25, cuadro 1.04, (2005) volumen 22, cuadro 1.04, p.6, (1999) volumen 16, cuadro 1.04, p.6, y (1996) volumen 13, cuadro 6.01, p.6 (British Bankers Association: Londres).

noristas. El 29 de septiembre de 2008, el Gobierno del Reino Unido anunció que adquiriría la rama de préstamos hipotecarios de Bradford and Bingley, y vendía la base depositaria, aún viable, y la red de sucursales al grupo bancario español Santander.

Hasta el inicio de la crisis crediticia a mediados de 2007, la industria de la banca de inversión era dominada por grandes bancos de los Estados Unidos y europeos, incluyendo Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bearn Stearns, Citigroup, Deutsche Bank, UBS y Credit Suisse. También los bancos del Reino Unido (aunque más modestos) tenían subsidiarios bancarios de inversión (por ejemplo, Barclays Capital). Esta industria ha cambiado dramáticamente desde la crisis. En particular, el panorama de los bancos de inversión de los Estados Unidos se ha transformado. En marzo de 2008, Bear Stearns se

convirtió en la mayor víctima de la crisis crediticia (*credit crunch*) hasta la fecha, cuando el banco de inversión fue adquirido por J. P. Morgan Chase por una cantidad nominal (2 dólares por acción ó 236 millones de dólares). En septiembre siguiente, existieron más signos de inestabilidad con la caída de Lehman Brothers y la venta de Merrill Lynch al Bank of America. Los dos grandes bancos de inversión, Goldman Sachs y Morgan Stanley, se convirtieron en bancos comerciales (así podrían obtener mayor financiación básica y depósitos minoristas). De esta forma, a mediados de 2009, los grandes bancos de inversión de los Estados Unidos habían colapsado, se habían fusionado o se habían convertido en bancos comerciales tradicionales. No obstante, de aquellos bancos aún existentes, los principales «jugadores» permanecen en una situación bastante parecida, aunque algunos bancos europeos parecen haber fortalecido su po-

sición relativa (incluyendo Barclays Capital).

Existen pocos bancos mercantiles independientes en el RU, dado que la mayoría han sido adquiridos por inversión extranjera y bancos comerciales. El cuadro n.º 2 ilustra la importancia de Londres como centro de inversión bancaria, dado que los bancos con base en la ciudad juegan un papel dominante en los mercados de valores internacionales y de divisas, los mercados no oficiales de derivados y los de emisión de bonos internacionales.

II. LOS BANCOS DEL REINO UNIDO Y LA CRISIS CREDITICIA (1)

Como ya hemos observado, la inestabilidad en el sistema bancario desde mediados de 2007 ha impactado severamente sobre las perspectivas económicas del Rei-

CUADRO N.º 2

CUOTA DE INVERSIÓN BANCARIA Y OTROS SERVICIOS FINANCIEROS INTERNACIONALES DE LONDRES (PORCENTAJE)

Tendencias en la cuota del Reino Unido (porcentaje)	1992	1995	1998	2001	2004	2005	2006	2007	2007 (miles de millones de dólares)	Variación en porcentaje (2001-2007)
Préstamos bancarios transfronterizos.....	16	17	20	19	20	20	20	21	65.673	197
Resultados de valores extranjeros.....	64	61	65	56	44	43	50	46	4.261	132
Resultados diarios de divisas extranjeras.....	27	30	33	31	31	32	32	34	13.594	170
Resultados de la comercialización de derivados.....	12	12	11	7	7	6	7	6	970	35
Resultados diarios de derivados no oficiales.....	...	27	36	36	43	...	...	43	10.614	293
Ingresos de la prima neta del seguro marítimo.....	24	21	14	18	19	21	24	...	4,75	125
Gestión financiera (como fuente de financiación).....	...	...	8	8	8	7	8	...	49.425	65
Activos <i>hedge funds</i>.....	...	...	...	9	19	20	21	...	3.605	620
Valores privados.....	...	...	...	6	24	22	14	...	515	750
EPOs.....	...	...	...	...	23	27	25	18	50	---
Titulización.....	...	...	...	...	4	4	6	6	237	451

Nota: Considérese también la gran cuota en otras áreas bancarias, como los préstamos transfronterizos (tanto los bancos comerciales como los de inversión llevan a cabo este tipo de negocio).

Fuente: *International Financial Markets* 2008, City of London Corporation.

no Unido. Lo que alguna vez fue un sector bancario rentable, dinámico e innovador, ha sido humillado públicamente, los banqueros han sido ridiculizados y la actividad de préstamo se ha visto casi frenada. Este apartado resalta brevemente los eventos clave de la crisis que se extendió entre mediados de 2007 y mediados de 2009 en el sector bancario del Reino Unido.

La crisis *subprime* de los Estados Unidos, que se «desató» en el verano de 2007, aumentó la preocupación por la exposición de los bancos a las actividades de préstamo inmobiliario y por el valor de las titulaciones respaldadas por activos. Todos los bancos con una exposición inmobiliaria significativa quedaron bajo la estrecha vigilancia de analistas y (aún más importante) depositantes e inversores (Berger *et al.* 2009).

La crisis ocurrida en Northern Rock en septiembre de 2007 fue la primera situación de pánico bancario en el Reino Unido en más de un siglo. Para contener el pánico de los depositantes, como se mencionó anteriormente, el Gobierno del Reino Unido anunció la garantía total de los ahorros de los depositantes. Las causas subyacentes de la caída de Northern Rock incluyeron un crecimiento sobredimensionado de las actividades de préstamo hipotecario y el exceso de dependencia de la financiación mayorista a corto plazo. Para fortalecer más la confianza del depositante, el 1 de octubre de 2007 las autoridades del Reino Unido fortalecieron su estructura de garantía de depósitos, eliminando una disposición a través de la cual los depósitos entre 2.000 y 35.000 libras esterlinas sólo eran garantizados al 90 por 100 (un factor que ha contribuido a la pérdida de confianza del depositante en Northern Rock). El 6 de di-

ciembre de 2007 las preocupaciones sobre la posibilidad de una mayor recesión en la economía del Reino Unido llevaron al Banco de Inglaterra a implementar un recorte en los tipos básicos hasta el 5,5 por 100. Éste fue el primero de una serie de recortes que llevó a la reducción histórica sin precedentes del 0,5 por 100 en marzo de 2009. El 12 de diciembre de 2007, el Banco de Inglaterra también participó en un esfuerzo internacional para incrementar la liquidez en los mercados interbancarios (dado que los bancos no realizaban actividades de préstamo entre ellos mismos en los mercados monetarios mayoristas a corto plazo) incrementando el tamaño de sus próximas dos subastas de fondos a corto plazo, en diciembre de 2007 y enero de 2008, desde los 2,85 miles de millones de libras a los 11,35 miles de millones cada una (el Banco de Inglaterra inyectaba más dinero a corto plazo en el sistema bancario, esperando que esto fomentaría la liquidez bancaria, incentivando a los bancos a llevar a cabo actividades de préstamo).

El interés por la inestabilidad global del sistema financiero continuó en 2008, y el 21 de enero de 2008 varios índices del mercado de valores global, incluyendo el FTSE 100 del Reino Unido, cayeron en picado, entre la continua preocupación por la escala de las pérdidas emanadas por las actividades de préstamo *subprime* de los Estados Unidos y el potencial de una recesión global. La Reserva Federal de los Estados Unidos recortó el tipo de los fondos federales en un 0,7 por 100, y las autoridades del Reino Unido también respondieron con un recorte del 0,25 por 100 del tipo básico el 7 de febrero de 2008.

El 17 de febrero de 2008 el Gobierno del Reino Unido, finalmen-

te, agotó sus intentos de encontrar un comprador de carácter privado para adquirir Northern Rock, y anunció la nacionalización total. Unos pocos días después, el 21 de febrero de 2008 se introdujo el Acuerdo Bancario (Provisiones Especiales) del Reino Unido, ofreciendo nuevas disposiciones para una más rápida intervención y resolución de los fallos bancarios, en reconocimiento de que los poderes de las autoridades para intervenir habían sido inadecuados, dado que la crisis del Northern Rock escaló una vez iniciada la intervención. Los nuevos poderes permitieron a las autoridades (a saber, el Banco de Inglaterra) intervenir y ayudar a solucionar las complicaciones de los bancos en problemas en el momento previo a que se disparasen los procedimientos de quiebra corporativa. Formas de intervención permisivas incluirían la transferencia de activos y pasivos a un banco como tercera parte, la transferencia de activos a un «banco puente», la nacionalización temporal, o la liquidación.

En un intento por inyectar más liquidez en un sistema bancario del Reino Unido que luchaba por mantenerse a flote, el 21 de abril el Banco de Inglaterra introdujo un Esquema Especial de Liquidez (anunciado en marzo) para permitir a los bancos intercambiar titulaciones de alta calidad, ilíquidas respaldadas por hipotecas y otra titulaciones por Letras del Tesoro. Los *swaps* (permutas financieras) estarían disponibles bajo pedido a lo largo de los siguientes seis meses. Los *swaps* eran inicialmente para un periodo de un año, pero renovables por periodos de hasta tres años. Unos 50 mil millones de libras estimados en activos líquidos se harían disponibles a través del esquema. Los bancos recibirían activos líquidos de menor valor que las titulacio-

nes ilíquidas intercambiadas. Los *swaps* se encontraban disponibles sólo para activos existentes a finales de 2007. Los bancos del Reino Unido y las MBS habían pedido prestados 185 mil millones de libras de este esquema hacia febrero de 2009.

Mientras las autoridades monetarias continuaron con sus esfuerzos para inyectar liquidez en el sistema bancario, el potencial de la eliminación de los activos fallidos de balance para desgastar la capitalización de los bancos de mayor tamaño del Reino Unido fue una creciente preocupación y, a finales de abril, el Royal Bank of Scotland (RBS) anunció planes para aumentar su capital en 12 mil millones mediante la emisión de derechos. Esto siguió a una comunicación de una amortización por valor de 5,9 mil millones de libras en su cartera de inversión, en ese momento el mayor anuncio de ese tipo por cualquier banco del RU. Durante los siguientes meses, otros tantos bancos del Reino Unido anunciaron planes para recaudar nuevo capital, aunque estos no siempre tuvieron mucho éxito. Por ejemplo, el 18 de julio de 2008 Barclays anunció que sólo el 18 por 100 de las acciones en una emisión de derechos por valor de 4,5 mil millones de libras habían sido tomadas, siendo el resto adquirido por un grupo de inversión que incluía a la Autoridad de Inversión de Qatar.

En julio de 2008, HBOS intentó recaudar 4 mil millones de libras a través de la emisión de derechos, pero sólo el 8 por 100 fue tomado, siendo la parte restante devuelta a los aseguradores. La incapacidad de los bancos del Reino Unido para convencer a sus actuales accionistas de invertir en las emisiones de derechos supuso una clara señal de que aún quedaban serias dificultades por atravesar. El

creciente interés por el parón del mercado de la vivienda provocó la comunicación por parte del Gobierno del Reino Unido, el 2 de septiembre, de la exención temporal (un año) de la subida del impuesto sobre la adquisición de viviendas (*stamp duty*) de 125.000 a 175.000 libras.

El mes de septiembre de 2008, o el «mes del desvanecimiento», experimentó los momentos negativos más relevantes que los sistemas bancarios globales habían experimentado en 70 años. Dos organizaciones patrocinadas por el gobierno de los Estados Unidos, Fannie Mae y Freddie Mac (responsables de la titulización de aproximadamente un 50 por 100 de las hipotecas en EE.UU.) fueron puestas bajo tutelaje (propiedad efectiva del Gobierno, en inglés *conservatorship*). Seguidamente a las reuniones desarrolladas el fin de semana del 12 al 14 de septiembre para tratar el tema de la crisis, Lehman Brothers, el cuarto mayor banco de inversión de los Estados Unidos, declaró oficialmente la quiebra. El colapso de Lehman disparó una espectacular secuencia de acontecimientos que llevaron al sistema financiero global al borde de la catástrofe, incluyendo la caída de AIG (la mayor compañía aseguradora en EE.UU.) y Washington Mutual (la mayor institución de ahorro y préstamos en EE.UU.), así como varias ayudas de emergencia en Europa (Fortis, Dexia, Hypo Real Estate). En el Reino Unido, Lloyds TSB anunció su adquisición de HBOS, que se encontraba en problemas, por 12 mil millones de libras (a instancias y con el ánimo del Gobierno). Y a finales de septiembre, el Gobierno del Reino Unido anunció que estaba adquiriendo la rama de la actividad de préstamos hipotecarios de Bradford and Bingley, y vendiendo la base de depósitos y la red de oficinas aún disponible al grupo bancario español Santander.

Las principales características de la inmediata respuesta del Gobierno del Reino Unido ante la crisis han sido acciones políticas encaminadas a impulsar las posiciones de capital y liquidez de los bancos del Reino Unido y también a proveer varias garantías con el objetivo de fomentar la actividad de préstamo. El 8 de octubre de 2008, el Gobierno del Reino Unido anunció que haría lo siguiente:

- Asignar 50 mil millones de libras para la recapitalización de los bancos debilitados. El mecanismo consistiría en la adquisición de acciones preferentes (sin derecho a voto) por el Gobierno.

- Proveer una extensión del Esquema Especial de Liquidez, poniendo a disponibilidad letras del Tesoro bajo pedido por valor de, al menos, 200 mil millones de libras, para ser intercambiadas por activos ilíquidos titulizados de alta calidad.

- Proveer garantías del Tesoro en términos comerciales, hasta los 250 mil millones de libras de la financiación mayorista.

Dos días antes, el 6 de octubre de 2008, el Gobierno del Reino Unido había aumentado el techo del esquema de garantía de depósitos de 35.000 a 50.000 libras. Si bien esto no alcanzó las garantías de todos los depósitos recientemente anunciadas por los gobiernos de Irlanda y Alemania, la puesta en marcha de una garantía implícita del 100 por 100 fue anunciada por el comunicado del 8 de octubre, según el cual los depósitos en Icesave —la sucursal bancaria electrónica del caído banco islandés Landsbanki— de todos los residentes en el Reino Unido, serían garantizados por el Tesoro.

El 13 de octubre de 2008 se anunciaron las inyecciones de

capital para RBS (20 mil millones de libras), y Lloyds TSB y HBOS (17 mil millones de libras de manera combinada), incrementando las participaciones del gobierno en su propiedad hasta alcanzar aproximadamente el 60 por 100 y el 40 por 100, respectivamente. A cambio de las inyecciones de capital llevadas a cabo por el Gobierno, los bancos del Reino Unido fueron requeridos a comprometerse a conceder préstamos a tipos competitivos a los propietarios de hogares y pequeñas empresas; reprogramar los pagos hipotecarios de los propietarios de los hogares con dificultades, y limitar la compensación de sus ejecutivos. Mientras tanto, Barclays anunció el plan de recaudar 6,5 mil millones de libras de forma privada, evitando la necesidad de una nacionalización parcial.

El 3 de noviembre de 2008, el Gobierno del Reino Unido estableció una nueva compañía «a cierta distancia» (*arms-length*, en inglés), UK Financial Investments Limited (UKFI), para gestionar los bancos propiedad del gobierno (Northern Rock y Bradford and Bingley). Se anunció un importante estímulo fiscal el 24 de noviembre de 2008, incluyendo una reducción temporal en el tipo del Impuesto al Valor Añadido (en inglés *Value Added Tax*, VAT) del 17,5 por 100 al 15 por 100 hasta finales de 2009. Esfuerzos renovados para restablecer la confianza se tornaron esenciales cuando las estadísticas oficiales publicadas en enero de 2009 mostraron que la economía del Reino Unido se encontraba en recesión por primera vez desde inicios de la década de 1990. El 13 de enero el Gobierno del Reino Unido anunció que garantizaría hasta 20 mil millones de libras de los préstamos concedidos a pequeñas y medianas empresas. El 19 de enero se anunció un plan

extensivo para restablecer la confianza en los mercados financieros del RU. Construido a partir de las medidas implementadas en octubre de 2008, las principales características incluían:

— Extensión de la ventana de transferencia (*drawdown window*) para deuda nueva bajo el Esquema de Garantía de Crédito (CGS), con la intención de reducir los riesgos de las actividades de préstamo interbancarias.

— Una nueva facilidad para las titulaciones respaldadas por activos de ser utilizadas como colateral, para los bancos que buscan recaudar fondos adicionales para apoyar la concesión de préstamos hipotecarios.

— Extensión de la fecha de madurez para la ventana de descuentos (*Discount Window Facility*) del Banco de Inglaterra, proveyendo liquidez al permitir a los bancos intercambiar activos ilíquidos por letras del Tesoro. Esta disposición reemplazó al Esquema Especial de Liquidez.

— Una nueva facilidad del Banco de Inglaterra para la adquisición de activos de alta calidad. El Tesoro autorizará adquisiciones iniciales de hasta 50 mil millones de libras, financiadas por la emisión de letras del Tesoro.

— Posibilidad de que ciertos activos bancarios sean elegibles para la inclusión en un nuevo esquema de protección de capital y activos, sujeto a la evaluación individualizada del Tesoro.

El 21 de febrero de 2009, el acuerdo bancario *Banking Act 2009* estableció un régimen de resolución especial (*Special Resolution Regime*, SRR) que proveía a las autoridades de las herramientas para encargarse de los bancos con

dificultades financieras. Poco tiempo más tarde, RBS y Lloyds Banking Group (antes conocido como Lloyds TSB y HBOS) recurrieron al esquema de protección de capital y activos. Habiendo contabilizado unas pérdidas de 24 mil millones de libras, RBS participaría en 325 mil millones de activos, a cambio de una comisión de 6,5 mil millones de libras. RBS soportaría las primeras pérdidas hasta alcanzar los 19,5 mil millones de libras y establecería nuevos compromisos de préstamo por un total de 25 mil millones para 2009. El Tesoro también acordó adquirir 13 mil millones de libras de capital, y garantizó una opción por 6 mil millones más. El ejercicio de esta opción dejaría al 95 por 100 de RBS en manos públicas. Lloyds anunció sucesivamente que había llegado al acuerdo de participar en 260 mil millones de libras de activos, incrementando su participación pública del 43 por 100 al 65 por 100.

El tipo básico del Reino Unido alcanzó el 0,5 por 100 el 5 de marzo de 2009. Con este tipo de interés la munición se agotó virtualmente; el Banco de Inglaterra anunció la implementación de facilidades cuantitativas, una nueva forma de estímulo monetario. Se asignaron 75 mil millones de libras para la adquisición directa de activos (predominantemente valores de primera línea) del sistema bancario, siendo las cuentas de los bancos en el banco central financiadas directamente con dinero de nueva creación.

El 18 de marzo de 2009, la FSA publicó el informe *Turner Review* de regulación bancaria. Las recomendaciones incluían una extensión de la cobertura de la regulación bancaria basada más en términos económicos que en la forma legal; una mejor provisión de capital; una regulación de liquidez y supervisión mejora-

da; una mejor supervisión de las agencias de calificación crediticia; códigos en relación con la remuneración para limitar los incentivos de la propensión al riesgo excesiva; autorización centralizada de las negociaciones de *credit default swaps* (CDS) para reducir el riesgo entre homólogos, y una regulación mejorada de las actividades bancarias transfronterizas.

La primera caída de una institución financiera del Reino Unido en 2009 ocurrió el 30 de marzo, cuando el Tesoro anunció la adquisición de hipotecas fallidas y préstamos de propiedad comercial de Dunfermline Building Society por unos 1,5 mil millones de libras. El resto de la cartera de préstamos de Dunfermline, y sus depósitos y red de oficinas, fueron adquiridos por Nationwide Building Society.

Finalmente, en julio de 2009 se publicó el informe *Walker Re-*

view que se centraba en el gobierno corporativo de los bancos del Reino Unido y otras firmas financieras. El informe resalta que es probable que estructuras de gobierno corporativo débiles hayan sido las responsables de una propensión al riesgo excesiva y, de esta forma, una causa de la crisis. Se recomienda un mayor control de la composición y el papel de los consejos, especialmente aquel relacionado con la remuneración de ejecutivos, gestión del riesgo y otras cuestiones estratégicas. Los inversores institucionales son también llamados a tomar un papel más activo en el gobierno de los bancos y otras instituciones financieras.

Es posible observar que han ocurrido muchas cosas desde el comienzo de la crisis a mediados de 2007, y que las implicaciones de estos cambios dramáticos están empezando a aparecer lentamente. Lo que está claro es que el sistema bancario del Reino Unido es

considerablemente diferente del que había hace unos pocos años atrás. A mediados de 2009, dos de los mayores bancos del país, Royal Bank of Scotland (70 por 100) y Lloyds Group (43 por 100) son propiedad del Estado en los porcentajes señalados, mientras que el Northern Rock es propiedad del Gobierno en un 100 por 100. Incluso aquellos bancos que no son en parte propiedad del gobierno se han beneficiado directa o indirectamente de las masivas provisiones de capital y liquidez concedidas por el Gobierno a través del Banco de Inglaterra. Existe un debate activo sobre cómo el Gobierno debería desinvertir sus participaciones financieras, según informa el *Financial Times* (recuadro 1).

La estructura tripartita establecida, en la que el Banco de Inglaterra definía la política monetaria, la Autoridad de Servicios Financieros (*Financial Services Authority*, FSA) regulaba los bancos y el Tesoro actuaba representando al

RECUADRO 1

¿PRIVATIZACIÓN DE LOS BANCOS DEL REINO UNIDO POS-CRISIS?

¿Alguien quiere una rápida privatización masiva? De las diversas formas en las que el Gobierno británico puede deshacerse de sus indeseadas participaciones bancarias, la más rápida sería distribuir acciones entre el público adulto. Para un gobierno en problemas, esto podría parecer una forma de ganar votos —después de todo, cada hogar en el Reino Unido tiene, sólo en Royal Bank of Scotland y Lloyds Banking Group, 3.000 libras invertidas. De manera previsible, los oficiales del Tesoro, cumpliendo el papel de gestores de fondos en UK Financial Investments, el organismo gestor del 70 por 100 y del 43 por 100 de las participaciones de RBS y Lloyds respectivamente, no mencionan la idea en ninguna parte del documento de estrategia de salida publicado el lunes.

Esto no resulta sorprendente, no sólo porque la «terapia de *electroshock*» ha pasado de moda en los últimos años, culpada por corrupción, mercados desordenados, industrias descapitalizadas e incluso tasas de mortalidad de adultos más elevadas en algunas sociedades pos-comunistas. Es imposible porque todos los métodos de privatización sin efectivo no tienen ningún atractivo, según Alistair Darling, Ministro de Economía y Hacienda. La distribución de cupones convertibles en acciones de RBS y Lloyds podría ser el sueño de cualquier político, pero no ayudaría a la devolución de la deuda acumulada de 37 mil millones de libras en la recapitalización de estos dos bancos en octubre. Las ganancias políticas tampoco durarían por mucho tiempo: los hogares que recibiesen dinero caído del cielo tendrían que devolverlo a través de impuestos más elevados.

La estrategia de salida de UKFI dependerá entonces de una mezcla de prácticas institucionales, ofertas secundarias y emisión de instrumentos estructurados, tales como bonos convertibles. UKFI está también abierta a lo que denomina opciones reactivas, tales como ventas estratégicas a través de fusiones y adquisiciones, ventas privadas de participaciones y recompra de acciones por RBS y Lloyds (si es que alguna vez pueden permitírselo). UKFI se ve a sí misma probablemente utilizando una mezcla de diferentes métodos para librarse de sus inversiones. Esto resulta menos dramático que una privatización masiva rápida. Pero los contribuyentes ya han tenido suficiente diversión gracias a los bancos por un largo tiempo.

Fuente: *Financial Times*, 13 de julio de 2009.

Gobierno, parece no haber alcanzado el éxito. Muchas propuestas sugieren que una reorganización de la actual estructura regulatoria —siendo la reducción del papel de la FSA y la reafirmación del papel del Banco de Inglaterra la más común— es necesaria si se desea que el sistema financiero sea supervisado de manera apropiada. ¡Solo el tiempo dirá si estas cuestiones salen bien!

III. LA RENTABILIDAD DE LOS BANCOS DEL REINO UNIDO

Hasta mediados de 2007, los bancos del Reino Unido se situaban entre las mejores firmas financieras europeas en cuanto a su rentabilidad. Esto se debió a que los bancos del Reino Unido se beneficiaron de la fuerte economía nacional, y también fueron capaces de mantener márgenes de interés relativamente elevados, aunque estos han caído desde 1997. Adicionalmente, los costes han sido reducidos y el aprovisionamiento (la cantidad de fondos destinados a cubrir préstamos no reembolsados) ha caído de forma dramática. La falta de competencia exterior en el mercado banca-

rio minorista ha sido defendida también por algunos como otra de las razones por las cuales la rentabilidad ha sido sustanciosa. Uniendo estos factores, se obtuvo como resultado una rentabilidad importante en el sector bancario hasta finales de 2007. Desde entonces, los beneficios del sector bancario del Reino Unido han colapsado.

El cuadro n.º 3 muestra la tendencia de los márgenes de interés netos en el comercio nacional para un puñado de bancos hasta 2007. Se puede observar que algunos de los principales bancos han sido capaces de mantener márgenes alrededor del 3 por 100. Mientras que los ingresos de intereses, en proporción al ingreso total, disminuyeron durante la segunda mitad de la década de 1980 y durante la recesión de los primeros años de la década de 1990, se incrementaron desde 1993 en adelante —excediendo el 60 por 100 entre 1996 y 1998—, pero han ido cayendo gradualmente hasta 2007. El cuadro n.º 4 muestra una medida más amplia de los márgenes de interés —ingresos de intereses netos en relación con los activos totales— para los sistemas bancarios en el RU, Europa, EE.UU. y Japón.

Puede observarse que los bancos del Reino Unido han sido capaces de generar niveles de márgenes más elevados que sus homólogos en Europa y Japón, aunque los márgenes de los bancos de los Estados Unidos fueron típicamente más elevados. ¡Este es uno de los principales factores que explican por qué los bancos de EE.UU. han sido, en promedio, los más rentables del hemisferio occidental hasta 2007!

Como ya se ha mencionado anteriormente, los bancos dependen incrementalmente de ingresos distintos a los producidos por los intereses como fuente de ingresos totales. De hecho, las tendencias de los ingresos de intereses y otros ingresos reflejan las características cíclicas de la economía nacional. En periodos de recesión, la demanda de productos de préstamo se encuentra en depresión, con lo que los bancos (consciente o inconscientemente) dependen en mayor medida de otros ingresos distintos a los ingresos por intereses. Cuando la economía crece, la demanda de productos de préstamo aumenta, ayudando a incrementar la proporción de ingresos por intereses respecto a los ingresos totales.

CUADRO N.º 3

MÁRGENES DE INTERÉS NETOS - COMERCIO NACIONAL, BANCOS MINORISTAS DEL REINO UNIDO 1990-2007

Banco	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Barclays	3,9	4,2	4,3	4,5	4,4	4,5	4,2	3,8	3,6	3,6	2,6	3,2	2,9	3,1
HBOS.....	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	2,0	1,9	1,8	1,79	1,21	1,19	1,1
HSBC Bank.....	n.a	n.a	n.a	n.a	2,5	2,7	2,7	2,8	2,3	2,2	2,1	2,1	2,0	2,1
LloydsTSB.....	n.a	3,6	3,5	3,7	3,8	4,0	3,6	3,5	3,3	3,1	2,84	3,11	2,35	2,46
Royal Bank of Scotland.....	3,1	2,4	2,3	2,2	2,3	3,1	3,0	3,2	3,1	3,0	2,55	2,55	2,47	2,34

Notas: a) Márgenes de interés netos = ingresos por intereses netos como porcentaje del interés promedio de los activos rentables.

b) n.a = no aplicable

c) - = no disponible

d) Márgenes HSBC para 2002 y 2004, HBOS de 2001 a 2004 y LloydsTSB para 2004 de todo el grupo, incluyendo los márgenes de los negocios internacionales.

e) Los estándares financieros internacionales de información (*International Financial Reporting Standards*, IFRS) fueron adoptados para las cuentas de finales de 2005. Por motivos comparativos, las cuentas de 2004 fueron restablecidas empleando como base una pro-forma IFRS, pero las cuentas previas a 2004 se muestran según una base UK_GAAP.

Fuente: (a) Adaptado de *Banking Business, An Abstract of Banking Statistics* (2008), volumen 25, cuadro 3.06, (2005) volumen 22, cuadro 3.08, p. 37; y (1999) volumen 16, cuadro 3.07, p.35, British Bankers Association, Londres, y estimaciones propias.

CUADRO N.º 4

INGRESOS POR INTERESES NETOS / ACTIVOS TOTALES - BANCOS DEL RU, EUROPEOS, DE EE.UU. Y JAPÓN. 1995-2007

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Reino Unido	2,20	2,07	1,99	2,01	1,96	1,66	1,68	1,82	2,24	2,44	1,39	2,28	2,33
Zona Euro	1,79	1,67	1,52	1,44	1,39	1,34	1,35	2,13	2,04	2,00	1,83	1,79	1,75
Unión Europea	1,84	1,73	1,58	1,51	1,45	1,38	1,40	2,70	2,62	2,52	2,36	2,36	2,36
Estados Unidos.....	3,44	3,46	3,37	3,25	3,26	3,28	3,34	3,44	3,28	3,19	3,23	3,66	3,11
Japón	1,44	1,39	1,31	1,37	1,42	1,27	1,37	1,83	1,76	1,74	1,73	1,73	1,66

Notas: a) Antes del 1 de mayo de 2004, los países de la Unión Europea incluían: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Holanda, Portugal, España, Suecia y el Reino Unido. Tras la expansión del número de miembros de la Unión Europea, se incluyen también: Chipre, República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Eslovaquia y Eslovenia. b) Los países de la Zona Euro incluyen: Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Holanda, Portugal y España. c) Eslovenia no está incluida en 2007 por consistencia.

Fuente: Las cifras desde 1995 a 2001 son de la Comisión Europea (2002), *The Monitoring of Structural Changes and Trends in the Internal Market for Financial Services*, Contrato de Estudio ETD/2001/B5-3001/A/63, noviembre de 2002, cuadro anexo 84. Las cifras desde 2002 hasta 2007 son calculadas con Bankscope.

Por el lado de los costes, los principales bancos del Reino Unido han sido, en promedio, capaces de reducir sus ratios coste-beneficio, de aproximadamente un 65 por 100 en 1994 a un 54 por 100 en 1999; estos costes se incrementaron alcanzando un 64 por 100 en 2004 (presumiblemente asociado a los gastos incurridos relativos a la actividad de fusiones y adquisiciones, y otras reestructuraciones), pero posteriormente disminuyeron hasta alcanzar un 58 por 100 aproximado en 2007. Los costes de personal en relación con los ingresos totales también han caído, situándose en un 27 por 100 de los ingresos brutos en 2007. Adicionalmente, los costes netos de aprovisionamiento han disminuido dramáticamente desde 1992, actuando como un fuerte impulso de la rentabilidad en su conjunto, aunque han aumentado gradualmente desde el año 2000 en adelante, dispersándose luego para empujar algunos bancos hacia pérdidas en 2008.

Como ya se ha mencionado anteriormente, los márgenes relativamente elevados, los menores costes y las condiciones económicas alcistas han ido alimentando un incremento sostenido de la rentabilidad de los bancos del Reino Unido entre 1992 y 1999, con

una distribución de beneficios después de impuestos variando entre el 20 por 100 y el 25 por 100 de 2000 a 2007. Sin embargo, el nivel de rentabilidad relativamente elevado experimentado en 2006 y 2007 fue el final del *boom* bancario en el Reino Unido. Por ejemplo: Barclays contabilizó un ROE del 20,5 por 100 en 2007, que disminuyó hasta un 14,6 por 100 en 2008; Lloyds Group informó sobre un ROE del 34 por 100 en 2007, mientras que este mismo se situó en un 8 por 100 en 2008; y, más espectacularmente, el ROE del Royal Bank of Scotland decreció de un 18,6 por 100 en 2007 a un -43,7 por 100 en 2008 (¡ide ahí el rescate del Gobierno!). Algunos analistas prevén que la rentabilidad de los bancos del Reino Unido disminuya aún más en 2009 y 2010, aunque no se espera que las pérdidas de RBS sean tan elevadas (ROE de menos 10 por 100 esperado para 2009).

IV. CAMBIOS EN EL AMBIENTE REGULATORIO

El ambiente regulatorio de los servicios bancarios y financieros en el Reino Unido ha cambiado espectacularmente desde mediados de la década de los años 1980. En general, la nueva legis-

lación ha cubierto cuatro áreas principales. Primero, se ha necesitado una serie de cambios regulatorios para reducir las líneas de demarcación entre los diferentes tipos de entidades de servicios financieros (especialmente, entre bancos y MBS), así como también los negocios bancarios comerciales y de inversión. En segundo lugar, el Reino Unido ha implementado también varios elementos de la regulación de los Estados Unidos en la legislación bancaria nacional, facilitando la introducción de la licencia bancaria única y armonizando la regulación prudencial tanto para los bancos comerciales como para las entidades de inversión. En tercer lugar, la legislación establecida en el Acuerdo de Servicios y Mercados Financieros (*Financial Services and Markets Act*) de 2001 puso en práctica la transferencia de la responsabilidad regulatoria del conjunto del sistema regulatorio a un «super regulador» —la Autoridad de Servicios Financieros (*Financial Services Authority*)—, a la luz del comunicado del gobierno laborista, para otorgar independencia al Banco de Inglaterra por motivos relacionados con la política monetaria.

Los cambios que determinan el tratamiento regulatorio del sec-

tor de las MBS (Mutual Building Societies) han tenido un gran impacto en el ambiente competitivo del sector bancario minorista. Irónicamente, las reformas llevadas a cabo para mejorar la posición competitiva del sector mutual respecto a los bancos comerciales han llevado a una caída sistemática del primero. Esto es debido a que la mayor parte de las mayores MBS, como se resume arriba, adoptaron una «desmutualización», conduciendo a una transferencia de activos desde el sector mutual al sector bancario comercial. Aunque el sector mutual ha disminuido su importancia relativa, aquellas sociedades convertidas aún emprenden principalmente negocio hipotecario (sus estructuras de balance no han cambiado de manera sensible). Habiendo dicho esto, sin embargo, el informe *Cruickshank Report* de 2000 apuntó que el sector hipotecario era uno de los segmentos más competitivos del sector bancario en el Reino Unido. Esto se atribuye parcialmente a estas conversiones, pero en mayor medida a las nuevas compañías de seguros entrantes (tales como Standard Life Bank), que ofrecieron productos hipotecarios altamente competitivos. El mismo informe también declaró que las condiciones competitivas en el mercado hipotecario del Reino Unido son favorablemente comparables con aquellas de Norteamérica, Francia y Alemania.

Otra área donde el cambio legislativo ha tenido un gran impacto es en la reestructuración de la industria bancaria mercantil nacional. Previo a las reformas *Big Bang* en 1986, la banca de inversión y el negocio de titulización eran dominados por bancos propiedad del Reino Unido —principalmente sociedades que operaban en la City. Firmas independientes del Reino Unido, como Morgan Gren-

fell, Kleinwort Benson, SG Warburg y otras, dominaron el comercio nacional. Las reformas *Big Bang* permitieron a los bancos comerciales ser miembros de la Bolsa de Valores de Londres (*London Stock Exchange*), y la separación legal entre firmas de correduría de Bolsa y de agiotaje (aquellas que operan *in situ*) fue abandonada. Esto llevó al delirio a los bancos comerciales nacionales y extranjeros (así como también a los principales bancos de inversión del Reino Unido), que adquirieron entidades de titulización nacionales. El delirio de la fusión y la adquisición vaciló, hasta cierto punto, tras el colapso del mercado de valores en 1987 —aunque el Deutsche Bank adquirió Morgan Grenfell en 1989. Particularmente, a partir de 1995, comenzó nuevamente un periodo de pos-recesión en el Reino Unido, y en 2005 prácticamente no hay bancos mercantiles significativamente independientes en el RU. En la actualidad, la banca de inversión y el negocio de titulización en el Reino Unido están dominados por las grandes entidades de categoría destacada (*bulge bracket*) de EE.UU. (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Citigroup Global Corporativo y el Investment Banking Group), así como por varios bancos suizos (Credit Suisse, First Boston y UBS Investment Bank) y alemanes (Deutsche Bank).

La desregulación estructural gradual relacionada con la banca comercial, la banca de inversión, el negocio de titulización y los seguros significa ahora que las entidades financieras tienen la opción de ser operadores internacionales. Las interrelaciones entre bancos y mercados se han acelerado, y la innovación financiera explotado, particularmente en productos estructurados e instrumentos titulizados vinculados al sector inmobiliario (Frame y White, 2009). En

el mercado bancario nacional, todos los bancos comerciales y las MBS ofrecen una completa gama de servicios financieros a sus clientes. Incluso operadores relativamente nuevos como Tesco (la cadena de supermercados) ofrecen servicios bancarios, de inversión y seguros. La decisión del gobierno de crear un único regulador de servicios financieros (*Financial Services Authority*) es otro claro reflejo del desarrollo de la universalización de la industria bancaria del Reino Unido.

Muchas de las iniciativas reguladoras ya mencionadas procuran crear un sistema financiero y bancario más competitivo e innovador. Los bancos nacionales se involucraron en mayor escala en el negocio sin intereses y compitieron con otras entidades financieras nacionales, así como también con bancos extranjeros, e incluso entidades no bancarias que se han introducido en la provisión de servicios financieros.

Un área de excesiva competencia fue el mercado de préstamos inmobiliarios, donde un *boom* en las hipotecas alimentó una «burbuja inmobiliaria». Cuando la burbuja inmobiliaria explotó en los Estados Unidos y cruzó el Atlántico, a mediados de 2007, los bancos del Reino Unido estaban sobreexposados al mercado inmobiliario, los precios de la construcción cayeron y (junto al punto muerto en el que se encontraban los mercados interbancarios de préstamo) el sistema se vio colapsado. La respuesta regulatoria del Reino Unido a la crisis ha sido rápida y apuntó a restablecer la estabilidad. Las autoridades del Reino Unido han inyectado capital (vía nacionalización), liquidez (a través de varios esquemas en los cuales los bancos podrían ofrecer como garantía activos, a cambio de letras del Tesoro y otros instru-

mentos entregados como garantía), y han sido ofrecidas varias garantías para reactivar las actividades de préstamo. Al tiempo que se escribe este artículo (otoño-2009), la respuesta de los bancos a estas iniciativas aún parece lenta; permanecen reacios a desarrollar actividades de préstamo, se han vuelto mucho más aversos al riesgo y aún poseen activos de baja calidad significativos (particularmente activos inmobiliarios) en sus hojas de balance. De los principales bancos del RU, HSBC y Barclays probablemente han salido triunfadores – ídebido principalmente a que tienen una mayor proporción de su negocio fuera del Reino Unido en comparación con sus principales rivales!

V. CONCLUSIONES

Hasta mediados de 2007, las características cambiantes del sistema bancario del Reino Unido eran principalmente consecuencia de la evolución del ambiente del mercado y también el resultado de varias reformas regulatorias a escala nacional. Desde el *shock* de la crisis crediticia en el verano de 2007 todo ha cambiado. Se estima que los recursos financieros ya comprometidos por los gobiernos de los diferentes países del mundo en respuesta directa a la crisis crediticia alcanza la suma de 7 billones de dólares, íde los cuales las autoridades del Reino Unido tienen una gran cuota! La lucha contra el fuego a corto plazo, para intentar prevenir que la cri-

sis evolucione hacia una seria recesión y una espiral deflacionaria, ha estado en primera página de la agenda política del Reino Unido a medida que se ha desarrollado la crisis.

Los bancos del Reino Unido han sido transformados, pasando de tener una elevada rentabilidad, realizar una buena gestión y ser parias y estar sujetos a constantes burlas públicas y privadas. Se espera que su pobre rentabilidad continúe durante los próximos años. A pesar de estas cuestiones, existe también un extenso debate alrededor de las implicaciones a largo plazo de la crisis en la futura arquitectura del sistema financiero y bancario del Reino Unido (y global). En cuanto a la regulación bancaria, se ha expresado el apoyo a una «vuelta a lo básico» (*return to basics*) que implicaría: un mayor énfasis en ratios de apalancamiento y liquidez simples; una evaluación del riesgo más realista como base para la regulación del capital riesgo; mayor transparencia y restricción de los modelos de negocio opacos (por ejemplo, la compleja actividad de titulización y derivados), y el desarrollo de sistemas de alerta efectivos y otros procedimientos para la intervención a tiempo en casos de crisis financiera. Independientemente de los cambios que finalmente sean llevados a cabo, no hay duda de que los eventos trascendentales de los pasados 24 meses resonarán durante muchos años, y que los bancos

del Reino Unido deben anticipar restricciones significativas en sus futuras actividades de préstamo y titulización, y en sus competencias en la asunción de riesgo.

NOTAS

(*) Traducción de Jodi Cherry.

(1) Partes de este apartado se toman de «Crisis in UK banking: Lessons for public policy», *Public Money and Management*, 2009, por John GODDARD, Philip MOLYNEUX y John WILSON.

BIBLIOGRAFÍA

- BERGER, A.N.; MOLYNEUX, P. y J.O.S. WILSON (2009), «Banking: An overview», capítulo 1 en BERGER, A.N., MOLYNEUX, P. y WILSON, J.O.S. (eds.), *Oxford Handbook of Banking*, Oxford, Oxford University Press
- GOVERNMENT TREASURY (2001), Competition in UK Banking: A Report to the Chancellor of the Exchequer, *The Cruickshank Review*, disponible en UK Governments Treasury website at: http://www.hm-treasury.gov.uk/documents/financial_services/banking/bankreview/fn_bank_reviewfinal.cfm
- FRAME W.S., y L.J. WHITE (2009), «Technological change, financial innovation and diffusion in banking», capítulo 19 en BERGER, A.N., MOLYNEUX, P. y WILSON, J.O.S. (eds.), *Oxford Handbook of Banking*, Oxford, Oxford University Press.
- GODDARD, J.; MOLYNEUX P., y J.O.S. WILSON (2009), «Crisis in UK banking: Lessons for public policy», *Public Money and Management*, 29, 5 de septiembre: 277-284.
- Turner Review* (2009), «A Regulatory Response to the Global Banking Crisis», marzo, Londres, Financial Services Authority: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf
- Walker Review* (2009), «A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities», julio, Londres, HM Treasury. http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_consultation_160709.pdf

Resumen

La crisis de Northern Rock (NR) ha reflejado varias debilidades en las áreas regulatoria y de intervención en el Reino Unido. Del análisis de éstas se desprenden lecciones a escala internacional. Se entiende que el episodio de NR fue un caso multidimensional que despertó un complejo conjunto de problemas interrelacionados. Tras esta crisis, el Gobierno llevó adelante uno de los mayores cambios introducidos en el régimen regulador, aunque no todas sus carencias fueron abordadas. Si hay alguna consecuencia optimista de la crisis, es la consideración de una serie de cuestiones fundamentales, más importantes que los detalles del propio caso Northern Rock.

Palabras clave: crisis financiera, regulación, supervisión.

Abstract

The Northern Rock (NR) crisis has revealed several weaknesses within the regulatory and supervisory areas in the United Kingdom. From their analysis, lessons at an international level are derived. It is understood that the NR incident has been a multidimensional case that has uncovered a complex bundle of interrelated problems. After the crisis, the government carried out one of the major changes introduced in the regulatory regime, although not all deficiencies were tackled. If there is any positive outcome from the crisis, it is that the consideration of a series of fundamental questions is much more important than the actual NR details.

Key words: financial crisis, regulation, supervision.

JEL classification: G00, G18.

LA CRISIS DE «NORTHERN ROCK»: UN CASO DE FALLO DE REGULACIÓN, DE NEGOCIO Y DE INTERVENCIÓN

David T. LLEWELLYN

Loughborough University (Reino Unido)

I. INTRODUCCIÓN (*)

EL objetivo del presente artículo no es analizar las causas y consecuencias de la crisis bancaria global que se manifestó a mediados de 2007, ya que ésta es ampliamente tratada en otros artículos de este número y también en Llewellyn (2009a). Antes bien, su propósito es examinar un caso destacado en el ámbito de la crisis bancaria, reguladora y de intervención que ha afectado al Reino Unido, y del que se desprenden lecciones a escala internacional: se trata de un caso del que todos los países pueden extraer enseñanzas.

Durante tres días en agosto de 2007, el Reino Unido experimentó la primera retirada masiva de depósitos bancarios desde 1866. En pocos días, unos tres mil millones en depósitos fueron retirados de Northern Rock (NR), un banco de tamaño medio que hasta 1997 fue una MBS (Mutual Building Society). El poco edificante espectáculo de largas colas a las puertas de las sucursales, por lo demás profusamente publicitado en noticiarios de radio y televisión, daba testimonio de los graves problemas de la entidad bancaria. El asedio al banco comenzó inmediatamente después de que las autoridades responsables y el Gobierno declararan que el banco era solvente. Los depositarios fueron presa del pánico.

De ello se deducen varias cuestiones que van más allá de la propia crisis de NR y que ponen de

manifiesto líneas de fractura en la estructura del régimen regulador. Tal es la auténtica dimensión del episodio de NR, que se convirtió en el catalizador de una reforma de gran alcance. Mucho después de que el recuerdo de NR haya caído en el olvido, su caso seguirá sirviendo de referencia.

La crisis que afectó a NR era previsible en dos aspectos fundamentales. En primer lugar, durante bastante más de un año el Banco de Inglaterra había alertado sobre las tendencias que se estaban generando en los mercados: fuerte aumento de activos, sistemática infravaloración del riesgo y ciertos indicios de que algunas de las características del riesgo variable de los nuevos instrumentos financieros (sobre todo los derivados de crédito, como las obligaciones de deuda colateralizada o las permutas de riesgo crediticio —*credit default swaps*) hacían que no fuesen todo lo seguros que parecían (Llewellyn, 2009a). También había signos de que la estrategia de NR, basada fundamentalmente en la financiación del mercado mayorista, lo hacía particularmente sensible al riesgo de liquidez. En segundo lugar, y muy especialmente, se observaban ciertas carencias en el régimen regulador del Reino Unido que lo hacían más susceptible a problemas como los que, en definitiva, se manifestaron en el caso de Northern Rock:

1) La existencia de un defecto fundamental en el esquema británico de protección de depósitos

(parte del Esquema de Compensación de Servicios Financieros —FSCS).

2) La ausencia de un régimen especial de quiebra para bancos que tuviera en cuenta sus características específicas.

3) La carencia de un régimen de resolución *ex ante* establecido o predecible para el manejo de bancos en crisis.

4) La falta de un programa de acción correctiva rápida, como el existente en Estados Unidos.

5) La inexistencia de procedimientos de gestión de crisis claramente definidos.

6) Una estructura institucional de supervisión financiera que separaba la responsabilidad de la estabilidad del sistema y la responsabilidad del prestamista de último recurso (el Banco de Inglaterra) de la supervisión prudencial de los bancos específicos (que dependía de la Autoridad de Servicios Financieros, en inglés, FSA). Todo ello conformaba un escenario de alto riesgo ante una posible situación de crisis (Llewellyn, 2004).

En particular, existían diversas líneas de fractura en la estructura institucional del Reino Unido en lo que respecta al tratamiento de bancos en situaciones comprometidas. Una perspectiva estadounidense de la cuestión la ofrecen Eisenbeis y Kaufman (2007a y b), quienes argumentan que las autoridades británicas no supieron extraer las enseñanzas pertinentes de las crisis de otros países, por ejemplo, la crisis de ahorros y préstamos (*savings and loans*) en los Estados Unidos en los años ochenta. Este caso dio lugar a un cambio sustancial en el régimen regulador, con la aprobación de la ley FDIC Improvement Act (FDI-

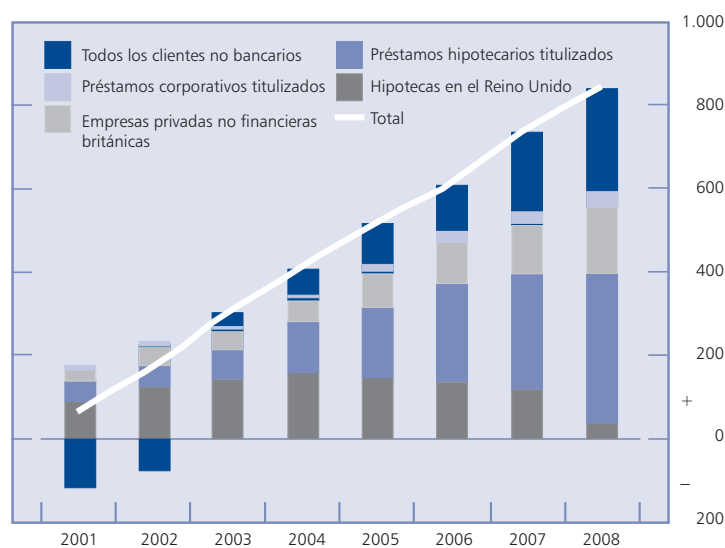
CIA), de 1991, que incluye un régimen de actuación correctiva inmediata. Antes de eso, los planes estadounidenses reconocían la necesidad de un régimen especial de insolvencia distinto de la generalidad de las demás compañías.

En su momento de mayor auge, NR contaba con un activo de unos 100.000 millones de libras (125.000 millones de dólares), y mantuvo una insostenible tasa de crecimiento, del orden del 20 por 100 a lo largo de una década. Aunque era sólo el séptimo prestamista hipotecario británico, en la primera mitad de 2007 acaparó una cuarta parte de las hipotecas concedidas en el Reino Unido. La velocidad del incremento de estos créditos hipotecarios excedía de manera sustancial la del crecimiento de los depósitos de particulares, cubriéndose esa «brecha financiera» mediante titulización y otros medios de fi-

nanciación mayorista. El perfil de la brecha financiera de todos los bancos británicos se incluye en el gráfico 1, y el cuadro n.º 1 muestra en qué medida dependía NR del mercado mayorista con respecto a otras entidades bancarias.

Antes de analizar la naturaleza de la crisis de NR, conviene precisar una serie de puntos: el banco continuó siendo legalmente solvente (el valor nominal del activo superaba al del pasivo); estaba supuestamente bien capitalizado; en julio (menos de tres meses antes de que estallara la crisis) incrementó los dividendos de sus accionistas; en abril, el precio de sus acciones alcanzó una cifra récord, y sólo unos meses antes el banco comunicó también un récord en sus beneficios; por entonces la calidad de su activo no era cuestionada; no estaba expuesto de forma directa al mer-

GRÁFICO 1
«BRECHA DE FINANCIACIÓN» (a) DE LOS PRINCIPALES BANCOS BRITÁNICOS (MILES DE MILLONES DE £)



(a) Excluidas Britannia y Nationwide.

Fuentes: Dealogic, cuentas publicadas y cálculos bancarios.

CUADRO N.º 1

FUENTES DE FINANCIACIÓN BANCARIA (PORCENTAJE DE LA FINANCIACIÓN TOTAL)

	Depósitos de particulares	Financiación mayorista
Alliance & Leicester	44	48
Barclays Bank	58	42
Bradford & Bingley	48	52
HBOS	50	50
LloydsTSB	61	39
Northern Rock	30	62
Royal Bank of Scotland	62	38

cado *sub-prime* norteamericano; su nivel de morosidad era acorde con los estándares del momento y, durante años, el banco había sido considerado una de las más rutilantes estrellas de la City de Londres y de los mercados financieros. Además, a principios de año, la FSA había rebajado la ratio de adecuación de capital del banco, de acuerdo con las premisas del acuerdo Basilea II, que permitía a los bancos computar sus necesidades mínimas de capital utilizando el Método de Rating Interno Avanzado.

Tres problemas concretos surgieron durante los meses de verano de 2007: la falta generalizada de confianza en un tipo particular de activos (titulaciones hipotecarias bancarias), asociada en buena parte a la evolución del mercado de hipotecas *sub-prime* en Estados Unidos, la erosión también generalizada de la liquidez en los principales mercados mayoristas y las dudas suscitadas en torno a la viabilidad del modelo de negocio de Northern Rock.

En septiembre de 2007, NR se vio forzado a solicitar la ayuda del Banco de Inglaterra, reacio a intervenir a pesar de que los responsables de la regulación bancaria habían dado garantías de su solvencia. El Banco de Inglaterra inyectó unos 37 mil millones de libras al banco. La noticia

desencadenó una oleada de retiradas de fondos, hasta que el Gobierno ofreció garantías sobre todos sus depósitos, especificando que tales garantías no se restringían a los límites normales del FSCS. Finalmente, el Gobierno ofreció garantías tanto sobre los depósitos de los particulares ya existentes como sobre los nuevos, y también a la mayoría de los demás acreedores, incluyendo otros bancos que habían realizado operaciones con NR. Aunque se generaron rumores sobre otras entidades, el problema quedó centrado en NR. Finalmente, el problema pudo contenerse y se evitó una retirada masiva de fondos de los bancos, aunque lo que podría haber sucedido de no haber dado el Gobierno plenas garantías sobre los depósitos de todos los demás bancos en situación similar queda abierto a la especulación. Para seguir detalladamente una exposición cronológica de la crisis, consúltese Hamalainen *et al.* (2008) y Treasury Comitee (2008).

II. TEMAS CENTRALES

El episodio de NR constituye un significativo caso de estudio del origen y la gestión de las crisis bancarias. Nuestro objetivo aquí es ofrecer una valoración del mismo, centrándonos en su naturaleza multidimensional. Las cues-

tiones esenciales se resumen en los siguientes puntos.

1) NR contaba con un singular modelo de negocio, en el que la titulización (originar para distribuir) era una parte fundamental de su estrategia. Mientras que otros bancos dedicaban a la titulización de activos un papel marginal, la singularidad de NR radicaba en la dimensión de esta titulización y en la dependencia del mercado a corto plazo —rasgos específicos de su modelo de negocio.

2) Una característica inherente a este modelo era que exponía al banco a un riesgo de baja probabilidad pero alto impacto (conocido por sus siglas inglesas, LPHI). Dada la magnitud de la discordancia de los vencimientos entre activo y pasivo, el banco se hizo fuertemente dependiente de la financiación a corto plazo en los mercados monetario y de capitales, y la posibilidad de que la liquidez en los mercados se evaporara súbitamente a gran escala no se contemplaba. Esta era la esencia del riesgo LPHI. El modelo de negocio tuvo éxito durante varios años; sin embargo, en última instancia, el riesgo LPHI acabó por surgir en el contexto de las turbulencias financieras globales.

3) La estructura institucional de regulación y supervisión en el sector bancario necesitan ser revisadas. Un factor esencial al respecto es determinar si el régimen posterior a 2000 (que asigna la responsabilidad de la regulación prudencial de los bancos, la supervisión de la estabilidad del sistema y la operatividad de la función del prestamista de último recurso de distintas agencias) necesita ser modificado, o si es la operatividad del modelo lo que hay que mejorar en el marco de

la estructura existente. Ello plantea la pregunta de si existe una línea de fractura en la separación de los poderes implicados.

4) La crisis de NR dio paso a un nuevo papel del Gobierno en la acción de invalidar el esquema de protección de depósitos establecido, interviniendo para garantizar la totalidad de los depósitos de un banco en dificultades. La intervención del Gobierno en el caso NR pone en duda la credibilidad de cualquier revisión prevista del FSCS. Ello será ciertamente un elemento crucial en cualquier crisis futura, con independencia de cuándo y dónde se produzca.

5) Se abordaron varios intentos de encontrar una solución (resolución) a las dificultades de NR en el sector privado. Al final, ello no fue posible y el banco quedó temporalmente como propiedad pública, lo que a su vez suscitó interrogantes sobre la neutralidad de la competencia, etcétera.

6) El episodio de NR demostró que era necesaria una reforma estructural en seis áreas principales; en concreto, las relacionadas con planes de insolvencia bancaria, procedimientos de gestión de crisis, planes de resolución para bancos fallidos, medidas de protección de depósitos, régimen de pronta acción correctiva (PCA, en inglés) y medidas y planes de gestión de crisis.

7) Algunas de estas cuestiones fueron posteriormente abordadas en un nuevo ordenamiento legislativo (Ley Bancaria, 2009), que representa uno de los mayores programas de reforma de planes institucionales para la supervisión de bancos jamás adoptados por un país de una sola vez.

La clave estriba en que la crisis de NR era un problema multidimen-

sional, con complejas interacciones entre sus diferentes elementos.

III. EL CONTEXTO DE LA INESTABILIDAD DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La crisis bancaria global surgió en el marco de una serie de tendencias que ya habían resultado evidentes anteriormente, en los diez años previos a la explosión de la propia crisis, y que determinaron el contexto en el que ésta habría de producirse:

— Un significativo incremento de la innovación financiera y, en particular, la aparición de instrumentos de modificación del riesgo crediticio, como titulizaciones, permutas de riesgo crediticio, etcétera.

— Una creciente «financiarización» de las economías, a medida que los activos bancarios incrementaban en relación al PIB, probablemente hasta el punto que superaban el valor añadido de los propios bancos.

— Aparición de nuevos modelos bancarios, y muy especialmente del modelo *originate-to-distribute* (originar para distribuir), en el que los bancos generaban los préstamos, pero, supuestamente, transferían los riesgos crediticios a otros.

— Desarrollo de una estructura de sistemas financieros más centrada en los mercados (con un papel más significativo de los mercados financieros en relación con las instituciones dentro del sistema financiero) y mayor integración de bancos y mercados.

— Incremento particularmente acentuado del uso de instrumentos y mercados de derivados,

sobre todo en lo que respecta al riesgo crediticio.

— Aparición de los llamados «bancos paralelos» (*shadow banks*): fondos de cobertura y vehículos de inversión estructurada (SIV), *conduits*, etcétera).

— Creciente «brecha de financiación» e incremento del uso de fondos mayoristas para financiar los préstamos bancarios.

— Vertiginosa globalización de las finanzas.

— Sustancial aumento del apalancamiento (aumento del endeudamiento) en muchos países, y sobre todo en los Estados Unidos y el Reino Unido.

— Notable incremento también del apalancamiento intrasistema, con mayor exposición de las entidades bancarias a otros bancos y a otros componentes del sistema financiero.

— Reducción de las reservas de liquidez de los bancos, que cada vez dependían más de dicha liquidez a través del acceso, por ejemplo, al mercado interbancario y a los mercados mayoristas.

— Aumento de la transformación de la madurez en bancos y otras instituciones.

— Incremento de la importancia de la red de externalidades, al aumentar la conectividad entre bancos.

— Mayor complejidad de instrumentos y riesgos.

Estas tendencias estructurales conformaron el contexto en el que se gestó la crisis bancaria que, a su vez, determinó las dificultades a las que hubo de enfrentarse Northern Rock.

Las turbulencias del mercado financiero a mediados de 2007 supusieron un problema especialmente significativo para todos los bancos que tenían la titulización como elemento principal de su estrategia de negocio. En particular, se registró una brusca caída de la apetencia por las principales clases de activos importantes (en especial, titulaciones respaldadas por hipotecas, en inglés, MBS) y se suscitó incertidumbre con respecto al riesgo de incumplimiento en el mercado interbancario y en otros mercados de financiación mayorista. Esa incertidumbre se apoderó de los bancos en lo que se refiere al riesgo potencial de sus vehículos de financiación fuera de balance y a la medida en la que deberían absorber los activos titulizados en sus propios balances. Algunos mercados (como el de títulos de crédito negociables) cerraron, y la liquidez se evaporó en los mercados de titulización basados en activos. Además, al tiempo que algunos nuevos instrumentos financieros se proponían modificar los riesgos crediticios, dos nuevas limitaciones se hicieron patentes durante 2007. En primer lugar, el riesgo crediticio no siempre se modificaba en la medida en que estaba previsto. En segundo lugar, dicha modificación tenía lugar a expensas de mayores riesgos de incumplimiento y liquidez, que, en determinadas circunstancias, se transformaban en riesgo de financiación y, en definitiva, en riesgo de solvencia.

Por encima de todo, en el marco de la crisis de las hipotecas *subprime*, cerró tanto los mercados primarios como los secundarios, con la consiguiente inquietud ante el nivel de exposición de algunos bancos. El Gobernador del Banco de Inglaterra comparó el agotamiento de las oportunidades de financiación mayoristas con el equivalente a una retirada ma-

siva de fondos bancarios. Debido a todas estas incertidumbres, algunos bancos muy dependientes de los programas de titulización se enfrentaron a graves problemas de financiación. Los bancos emisores de crédito y sus fondos especiales afrontaron una restricción de liquidez y un notable incremento de los costes de financiación, al tiempo que resultaba cada vez más difícil hacer frente al endeudamiento a corto plazo. La liquidez en los mercados interbancarios también disminuyó y, en verano, se produjo una diferenciación de los tipos de interés. Por ejemplo, el LIBOR de la libra esterlina ascendió al 6,74 por 100, mientras que el tipo del Banco de Inglaterra era del 5,75 por 100.

Existe una estrecha relación entre los problemas de liquidez y los de solvencia, y a menudo estos últimos preceden a los primeros. Ello se da especialmente cuando un banco presenta una sustancial discordancia entre los vencimientos entre activo y pasivo, es decir, cuando se financian préstamos a largo plazo con pasivo y empréstitos a corto plazo. Los problemas de financiación se presentan cuando un banco tiene dificultades para la refinanciación de obligaciones próximas a su vencimiento o para afrontar el aumento del coste de la nueva financiación (falta de liquidez financiera) y/o cuando es difícil para el banco liquidar activos salvo a precios de saldo (falta de liquidez de mercado). En cualquiera de los casos, y en especial si el banco está muy endeudado, un problema de liquidez puede fácilmente transformarse en un problema de solvencia. NR tenía los tres tipos de dificultades: estaba muy endeudado (su coeficiente de endeudamiento pasó de 22 en junio de 1988 a 85 en diciembre de 2007), y tenía importantes

problemas de financiación al no poder refinanciar el vencimiento de los préstamos a corto plazo asignados a préstamos hipotecarios como consecuencia de la congelación de la actividad de los mercados interbancario y de títulos de crédito negociables. Además, no fue capaz de titularizar sus préstamos, o vender activos a su valor de balance, como consecuencia de las dudas sobre su posición y la confusión en el mercado de títulos respaldados por hipotecas. Fue entonces, en agosto de 2007, cuando NR solicitó al Banco de Inglaterra ayuda para aumentar su liquidez.

En general, los bancos encontraron dificultades de financiación por la incierta exposición al riesgo ante el debilitamiento del mercado MBS, o por sus compromisos para proporcionar líneas de crédito a los tenedores de los títulos MBS. También suscitó inquietud la posibilidad de que a algunos bancos se les requiriera que mantuvieran en sus balances los activos hipotecarios que, en principio, tenían previsto titularizar y vender. Esto generó expectativas adversas sobre las posiciones de capital de los bancos y sobre su capacidad para financiar activos que no esperaban en principio tener en sus balances.

Los problemas generalizados de liquidez en los mercados mayoristas se agravaron, dado que los vehículos de titulización estaban financiando la adquisición de hipotecas a largo plazo (y otros préstamos) emitiendo instrumentos de deuda a corto plazo, como los títulos de crédito negociables respaldados por activos.

Durante un tiempo, el mercado interbancario de Londres quedó realmente congelado, en tanto que los bancos comenzaban a acaparar liquidez.

IV. UN PROBLEMA MULTIDIMENSIONAL

El episodio de Northern Rock es un importante caso de estudio para numerosos aspectos de la regulación financiera y de la viabilidad de determinados modelos de negocio. La singularidad del suceso radica en que fue un fenómeno multidimensional en el que diversas cuestiones convergían en un mismo caso. En los siguientes epígrafes se identifican y analizan las distintas dimensiones implicadas.

1) *Modelo de negocio: riesgo de baja probabilidad, alto impacto (LPHI)*. Como ya se ha indicado, NR tenía un particular modelo de negocio, que lo exponía a un riesgo de baja probabilidad (el de que la liquidez se agotara en el mercado interbancario y en mercados mayoristas como el de títulos de crédito negociables), pero de graves repercusiones (la incapacidad para continuar financiando sus operaciones) si se materializaba. NR presentaba, pues, un modelo de alto riesgo que no parece que fuera suficientemente controlado por las autoridades responsables de la supervisión.

2) *Modificación incompleta del riesgo crediticio*. En los últimos años se han desarrollado varios instrumentos que permiten a los bancos modificar el riesgo fuera de su balance y dirigirlo a otros (ver Llewellyn, 2009b y c). Sin embargo, en la confusa situación de los mercados financieros del verano de 2007, se hizo evidente que las características de la modificación de riesgos de estos instrumentos eran todo menos completas, dándose el caso, además, de que los problemas de liquidez a ellos asociados (obligaciones de deuda colateralizada, SIV, conduits, etc.) se infravaloraban o no se tenían en cuenta en absoluto.

3) *Protección de depósitos*. En el sistema de protección de depósitos británico se observaron importantes líneas de fractura. El principio de coaseguración (en función del cual la protección era en cualquier caso incompleta) implicaba que el FSCS no evitaría una retirada masiva de fondos si se generaban dudas sobre la seguridad de un determinado banco.

4) *Provisión de liquidez del Banco de Inglaterra*. En comparación con la Reserva Federal o el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra fue lento a la hora de intervenir en los mercados de dinero aportando liquidez al sistema y, en principio, fue muy restrictivo en el margen de vencimientos de su intervención (limitándose a una asistencia a un día, en tanto que los problemas reales requerían una intervención a dos o tres meses), en el número de entidades de contrapartida y en el tipo de garantía colateral que aceptaría.

5) *Debilidades estructurales*. Además de la inconsistencia de los planes de protección de depósitos, el Reino Unido padecía otros dos tipos de debilidad estructural: 1) era prácticamente el único de los países del G-7 que no contaba con un régimen especial de insolvencia bancaria, y 2) no existía un modelo de resolución *ex ante* bien definido para bancos en crisis. Un problema singular en relación con este último punto es que en este contexto se genera incertidumbre y, en caso de que se requieran ofertas para «rescatar» a un banco en dificultades, los potenciales licitantes tienden a pujar por las rentas económicas, en contra de los intereses del contribuyente. Ello se hizo evidente en el caso de NR y el largo procedimiento instigado por el Gobierno, que, en definitiva, concluyó con el rechazo de todas las ofertas planteadas y

la nacionalización temporal del banco.

6) *Estructura de supervisión institucional*. En 1997, el gobierno laborista entrante anunció una radical revisión de los sistemas institucionales de regulación y supervisión financieras. Desde la aprobación en 2000 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros, el Reino Unido adoptó un modelo de supervisión *unificado* (Llewellyn, 2004). La función de supervisión bancaria le fue retirada al Banco de Inglaterra, asignándose a la FSA, de nueva creación. En aquel momento, numerosos analistas argumentaron que esta disposición podría resultar problemática en tiempos de crisis, ya que la responsabilidad de garantizar la estabilidad del sistema y de aportar liquidez al mercado continuaba siendo del Banco de Inglaterra, que, sin embargo, ya no era el responsable de la supervisión de las entidades que componían dicho sistema.

7) *Gestión de crisis*. Aunque se estableció una infraestructura de gestión de crisis (el Comité Tripartito), ésta no funcionó como se esperaba en la primera situación de crisis que se presentó. La crisis no fue bien gestionada y, al principio, hubo cierta confusión para determinar cuál de los tres integrantes del sistema tripartito (Tesoro, Banco de Inglaterra y FSA) era el responsable de poner en práctica las acciones y gestionar la situación.

8) *Papel del gobierno*. El Gobierno intervino en cuestiones específicas, garantizando todos los depósitos mantenidos en NR (y, por extensión, en todos los bancos en circunstancias parecidas), lo que iba en contra del sistema de protección de depósitos establecido. Esto planteó interrogantes sobre la credibilidad del nuevo sistema de garantía de depósitos. Se ge-

neraron dudas particulares en lo que respecta al riesgo moral inherente a la protección del depositante y al papel del Gobierno. Las dudas se centraban en qué circunstancias harían que el Gobierno interviniera (o no) en futuras crisis para garantizar los depósitos bancarios, con independencia de lo que estableciera el FSCS. Si había intervenido de este modo en el caso de NR, ¿cabe suponer que actuaría igual en el futuro?

La especial significación de la crisis de NR radica en el hecho de que fue de naturaleza multidimensional y de que afectó a numerosas cuestiones relacionadas con la regulación, la supervisión de los bancos y la naturaleza de las estructuras supervisoras. Prácticamente todo lo que podía salir mal salió mal. Esta es la verdadera importancia de la crisis de NR y la razón por la que es un caso de estudio de primer orden. A continuación, analizaremos cada una de sus dimensiones.

1. El modelo de negocio de NR

El principal problema de NR era su modelo de negocio, que lo exponía a un alto riesgo LPHI. El banco seguía una estrategia de rápido crecimiento en el ámbito de los préstamos hipotecarios, basándose en una elevada proporción en la financiación del mercado mayorista y en la titulización de las hipotecas. La estrategia de financiación de NR se sostenía sobre cuatro fuentes de financiación: depósitos de particulares (la fuente tradicional), titulización, cédulas hipotecarias y financiación del mercado de dinero mayorista.

Durante varios años antes de la crisis, el crecimiento de los préstamos hipotecarios de NR promedió un 20 por 100 anual, mientras que

los ingresos por depósitos de particulares eran más bien modestos. La actividad crediticia hipotecaria del banco durante la primera mitad de 2007 era un 50 por 100 superior a la del año anterior. En términos absolutos, los activos del banco pasaron de 15.800 millones en 1997 a 101.000 millones en 2006, en tanto que los depósitos de particulares sólo aumentaron en 12.700 millones en el mismo período. La creciente «brecha de financiación» se cubría mediante titulización, cédulas hipotecarias y otros medios de financiación mayorista, hasta el punto de que, mientras que en 1997 (cuando la antigua sociedad de crédito inmobiliario se convirtió en banco) los depósitos de particulares constituían el 62 por 100 de la financiación, en 2006 el porcentaje por este concepto había disminuido hasta el 22,4 por 100. Su sociedad vehículo (en inglés, SPV), *Granite*, era responsable del 50 por 100 de la financiación del banco. En la estrategia de negocio de éste se produjeron dos cambios estructurales fundamentales: una marcada tendencia a la titulización de activos en una parte del balance y una tendencia a diversas formas de financiación mayorista en lo que al pasivo se refiere. Además, el banco renunció sólo de forma limitada al seguro de liquidez, estableciendo, por ejemplo, acuerdos con otros bancos. Como ya se ha indicado (cuadro n.º 1), NR contaba con una proporción de financiación mayorista significativamente superior a la media de los demás bancos.

Durante varios años, este modelo mostró ser viable, dado que la financiación a corto plazo podía ser reestructurada en términos normales. No obstante, el riesgo LPHI global de esta estrategia era una combinación de tres microestrategias: 1) el banco o sus *conduits* no eran capaces de

reestructurar las financiaciones próximas al vencimiento; 2) el coste de dicha financiación aumentaba con respecto al rendimiento de los créditos hipotecarios mantenidos en el balance, y 3) lo anterior hacía que no se pudieran titular los activos hipotecarios según se preveía hacerlo. En este último caso, el banco se vería obligado a mantener los activos en el balance y buscar fuentes de financiación alternativas. Así pues, el riesgo LPHI se centraba en el hecho de que no podría reestructurarse la financiación a corto plazo en caso de falta de liquidez importante, o en que la necesaria refinanciación sólo podría obtenerse a tipos de interés elevados. En esta situación, los tres mercados de financiación mayorista de NR se vieron colapsados y quedaron cerrados para la entidad.

2. Modificación incompleta de riesgos

El verdadero alcance de la modificación de riesgos a través de distintos instrumentos fue cuestionado cuando la crisis del sistema comenzó a manifestarse en la segunda mitad de 2007. En la práctica, lo que parece ser un instrumento de modificación del riesgo puede tener sus limitaciones. En el marco de las turbulencias de 2007, muchos bancos comprobaron que, en la práctica, los riesgos no se habían modificado, ya que, por ejemplo, habían comprometido líneas de crédito con sus SPV y *conduits* que, ante los problemas de financiación, habían sido posteriormente requeridas. Además, debido a los problemas de financiación, varios bancos se vieron obligados a incluir los activos titulizados en sus balances, o bien no pudieron titular los préstamos concedidos antes de la titulación.

La modificación del riesgo crediticio puede también verse afectada por el hecho de que un vendedor de protección de riesgo crediticio pase a ser insolvente, o sea incapaz, por cualquier otra causa, de hacer frente a sus obligaciones. Éste es el caso particular de los instrumentos de transferencia de riesgo no financiados (ver Llewellyn, 2009c). En este sentido, aunque un banco pueda modificar un riesgo crediticio, se ve expuesto a un riesgo de contraparte diferente. En este caso, los riesgos crediticios originales revierten al comprador de protección.

En la práctica, la crisis financiera puso de manifiesto dos consecuencias importantes de los instrumentos de modificación de riesgo crediticio: 1) en muchos casos, dicho riesgo no se veía modificado en la práctica en la medida en la que los bancos estimaban, y 2) incluso cuando el riesgo crediticio era modificado, a veces lo era a expensas de un incremento de los riesgos de mercado, liquidez, financiación y, en última instancia, solvencia. En el caso de NR, una modificación inicial del *riesgo crediticio* a través de titulizaciones expuso al banco a un riesgo de liquidez en el sentido de que él (o su SPV de titulización) no podría refinanciar los empréstitos a corto plazo en el mercado mayorista, que se habían dedicado a la adquisición de hipotecas a largo plazo. Este riesgo de liquidez pronto se transformó en riesgo estructural de *financiación* (al no disponer de fuentes alternativas de financiación), que en última instancia se convirtió en riesgo de *solvencia*.

3. Protección de depósitos

El problema de NR sacó a la luz las debilidades e inconsistencias de los planes formales de protec-

ción de depósitos. Dos cuestiones fundamentales (que surgieron del debate sobre las dificultades de NR) se relacionaban con la *cobertura* (los límites, si es que existían, que debían aplicarse al volumen de los depósitos protegidos) y el elemento de *coaseguración* (es decir, si la cobertura dentro de los límites no era total). En este contexto radica el dilema central de la protección de depósitos. Si la cobertura es total (sin coaseguración), el riesgo moral estándar aumenta. Por otro lado, si la cobertura no es completa y hay un elemento de coaseguración, los depositantes retirarán los depósitos si dudan de la solvencia del banco. Es probable que los depositantes retiren los fondos si se ven expuestos al riesgo de perder *cualquier* cantidad de sus depósitos. En este caso, la aseguración parcial será probablemente ineficaz. Así pues, el dilema estriba en que es posible que la protección de depósitos sea ineficaz si es parcial, o sujeta a riesgo moral si es completa. En aquel momento, el FSCS estableció que las primeras 2.000 libras de un depósito se verían compensadas por completo, en tanto que la cobertura se limitaba al 90 por 100 para las 33.000 libras siguientes. Más allá del límite de las 35.000, no se establecía protección alguna.

Deben considerarse diversas formas posibles, entre las que se cuentan las siguientes: la cobertura; la presencia, o no, de un elemento de coaseguración; la rapidez con la que se abona la compensación en caso de insolvencia de un banco; la fijación de precios de la protección de depósitos, y, en particular, si las primas abonadas por cada banco deben relacionarse con sus características de riesgo. Varios países, entre ellos Estados Unidos, Francia y Canadá, han adoptado este modelo de fijación de precios, que tie-

ne la ventaja de mitigar al menos el riesgo moral derivado del riesgo de transferencia.

4. Operaciones del Banco de Inglaterra en el mercado monetario

Una cuestión esencial que surgió durante las turbulencias de los mercados financieros en el verano de 2007, y durante las crecientes dificultades de NR en particular, se centra en la intervención del Banco de Inglaterra en los mercados monetarios. A diferencia de lo que hicieron la Reserva Federal y el BCE, el Banco de Inglaterra no realizó inyección de fondos alguna al comienzo de la crisis. Aquí hacemos referencia no sólo al papel de prestamista de último recurso (PUR) para determinadas instituciones, sino a las operaciones en el mercado general para favorecer la liquidez del sistema y para influir en el nivel de los tipos de interés a corto plazo en los mercados monetarios. La norma para el Banco de Inglaterra ha sido limitar sus operaciones a intervenciones en el mercado a un día y aceptar solamente un margen estrecho de colateral de máxima categoría. No obstante, las diferencias entre los bancos centrales se centran en dos dimensiones: vencimiento y colateral. Por ejemplo, el BCE y la Reserva Federal se han preparado para intervenir en vencimientos más prolongados y contra colaterales de espectro más amplio.

Se ha argumentado que, de haber adoptado el Banco de Inglaterra una estrategia diferente de intervención en los mercados diferentes (margen de vencimientos, etc.), los problemas de NR podrían haberse evitado. Ante el Comité del Tesoro de la Cámara de los Comunes, el director ejecutivo del FSA declaró que «es eviden-

te que si se hubiera inyectado liquidez en cantidades menores en NR con anterioridad, posiblemente no hubiera sido necesario proceder después al préstamo de último recurso» (FSA, 2007). Por otra parte, la Asociación de Banqueros Británica sostenía, en términos similares, que «de haber actuado el Banco... a comienzos de agosto, muchos de los problemas que afectaban a los mercados monetarios y, en particular, los de NR se habrían podido mitigar».

En este contexto, se plantean dos cuestiones clave: 1) en qué márgenes de vencimiento debe operar el banco central, y 2) contra qué tipo de colateral debe intervenir (ver Goodhart, 2007 y 2008). Un aspecto de este último punto en los meses de confusión financiera, en el verano de 2007, era si el banco central aceptaría, por ejemplo, instrumentos con respaldo hipotecario como colateral en sus intervenciones en los mercados de dinero. Éste es un elemento clave, ya que condiciona la magnitud del riesgo que el banco central asume en sus intervenciones.

Inicialmente, el Banco de Inglaterra adoptó una perspectiva restrictiva. En particular, se manifestaba en contra de la intervención en los vencimientos más largos que los del mercado a un día, y ello por dos razones principales. En primer lugar, el banco central consideraba que los mercados restablecerían con rapidez valoraciones, de modo que los bancos pudieran comenzar a titular activos hipotecarios en sus balances. En cualquier caso, se consideraba que los bancos eran lo suficientemente fuertes para incluir activos titulizados en sus balances. En segundo lugar, la intervención en vencimientos más largos generaría un riesgo moral, que podría interpretarse como una forma de sacar de apuros a bancos que habían adoptado una estrategia de

alto riesgo, lo que podría animar a las entidades a optar por este tipo de estrategias en el futuro. El Banco pareció asumir la perspectiva de que intervenir en el mercado de operaciones *repo* a tres meses, y contra un más amplio espectro de colaterales, representaría una forma de protección de los que quisieran vender colaterales sin liquidez. Ello implicaría, por ejemplo, la aceptación por parte del banco de activos colaterales que los bancos no pudieran vender en el mercado para incrementar su efectivo. Se consideraba que esta perspectiva equivalía a recompensar la asunción de riesgos y penalizar a los bancos que no los asumían. Por otro lado, tanto la Reserva Federal como el BCE adoptaron una óptica distinta y, de hecho, intervinieron (a veces a gran escala) en el mercado a tres meses y contra un más amplio espectro de colaterales, incluidos los activos respaldados por hipotecas. En general, el Banco de Inglaterra tardó más en provisionar liquidez al sistema.

Durante la crisis de NR, en septiembre y octubre de 2007, se generaron diversas críticas a las acciones y posiciones del Banco de Inglaterra; por ejemplo, que actuó demasiado tarde y que, en general, infravaloró la naturaleza de las turbulencias del mercado financiero y su impacto específico en NR, y que se dio demasiada importancia a los peligros del riesgo moral en un momento en el que el mercado en conjunto, y NR en particular, eran especialmente vulnerables. Se acusó también al banco de ser demasiado restrictivo en el espectro de vencimientos e instrumentos contra los que intervenir en los mercados monetarios.

5. Debilidades estructurales

Como ya se ha indicado, dos eran las debilidades estructura-

les más significativas del sistema británico: no existía un régimen especial de insolvencia para los bancos y no se disponía de modelos definidos de resolución *ex ante* para bancos en dificultades.

Planes de insolvencia para los bancos. Durante varios años, el Gobernador del Banco de Inglaterra mantuvo que los planes establecidos para declarar la insolvencia de un banco eran demasiado complejos para llevar a cabo y podían poner en riesgo el interés de los depositantes. Para evitarlo, era necesario establecer un acuerdo especial para los bancos. Según los planes que prevalecían en aquel momento, era difícil crear planes de insolvencia de aplicación inmediata para los bancos y al mismo tiempo permitir el pago rápido a los depositantes. Según los procedimientos de insolvencia estándar, un acreedor puede poner la gestión de una empresa en manos de los administradores, sin que el proveedor de liquidez y el fondo de protección del depósito tengan un rango superior al de otros acreedores. Bliss y Kaufman (2006) ofrecen un análisis de las diferencias entre los regímenes de insolvencia para los bancos y para otras empresas en Estados Unidos.

Planes de resolución predecible. Diversos problemas pueden registrarse cuando, como en el Reino Unido en tiempos de la crisis de NR, no existe una estrategia de resolución claramente definida para los bancos con dificultades importantes. En primer lugar, ello crea incertidumbre sobre cuándo, cómo y en qué circunstancias tendrá lugar la intervención. Por otro lado, siempre existe el peligro de tomar decisiones en momentos inoportunos. Como tercer punto, y como en el caso de NR, existe cierta tendencia a centrarse en las rentas económi-

cas. En cuarto lugar, se genera cierto peligro de presiones políticas por aplazamiento de morosidad y, como quinto factor a considerar, se suscita incertidumbre sobre las distintas partes implicadas en un banco en situación de crisis. Por encima de todo, los depositantes experimentan incertidumbre en relación al acceso a sus fondos.

Bajo el sistema predominante en la época de la crisis de NR, la resolución final de un banco fallido era específica de cada caso e impredecible. Tras un incierto proceso en el que se solicitaron ofertas privadas por NR, el banco pasó finalmente a ser propiedad pública de forma temporal, durante un período en el que se requeriría que los préstamos a contribuyentes fueran abonados y que se desarrollara un modelo de negocio que favoreciera la venta a una entidad privada. Ello equivalía a una suerte de mecanismo de «banco puente». Según este modelo de banco puente, oficial y predecible, y similar al establecido en Estados Unidos, en algún momento un banco en dificultades queda bajo el control de un organismo estatal (en Estados Unidos, la Corporación Federal de Seguros de Depósitos, FDIC por sus siglas en inglés), antes de que se declare insolvente o afronte graves problemas de liquidez. La FDIC contrata temporalmente los servicios de otro banco (durante un período que puede llegar a ser de años) hasta que el banco intervenido es reestructurado y puede resultar ya atractivo para una posible venta en el sector privado. Una excelente revisión de las estrategias alternativas de revisión se ofrece en Herring (2007), quien también considera los casos de intervención previos a la insolvencia.

El modelo de banco puente ofrece varias ventajas: facilita el control de las potenciales ventajas

competitivas no equitativas, permite la continuidad en la operatividad de un banco sin interrupción de los servicios normales a los clientes; aporta tiempo para diseñar un plan de intervención rentable para bancos fallidos; da tiempo también para que el banco sea reestructurado; en algunos casos, puede mantener el valor de franquicia del banco, y da el tiempo suficiente a los posibles licitantes externos para realizar las debidas diligencias cuando consideran la compra de la entidad mientras se mantiene el estatus de banco puente. Además, la toma del control de un banco todavía solvente reduce el riesgo de reclamaciones en el ámbito del esquema de protección de depósitos.

6. Estructura de supervisión institucional

Un aspecto esencial del episodio de NR, que aún debe ser evaluado en varias de sus dimensiones, es la idoneidad de los sistemas de supervisión y gestión de crisis. El problema tiene tres dimensiones principales: 1) la estructura institucional de los organismos implicados y las responsabilidades del Tesoro, la FSA y el Banco de Inglaterra; 2) La acción de supervisión real en el caso de NR, y 3) la eficacia de los procedimientos de gestión de crisis. En la crisis de NR se detectaron importantes carencias en cada uno de estos niveles.

6.1. Estructura institucional

En lo que respecta a la estructura institucional, en cualquier régimen de regulación/supervisión han de valorarse cuatro áreas: la regulación prudencial de las compañías financieras, la estabilidad del sistema, el papel del prestamista de último recurso y el desarrollo de la regulación y supervi-

sión de los negocios. Siempre, y en todo lugar, el banco central tiene la responsabilidad de supervisar la estabilidad del sistema. Suele darse también el caso de que es responsable de la función de prestamista de último recurso, aunque ello depende de la naturaleza de cada intervención y de si un banco fallido ha de ser rescatado, en cuyo caso la responsabilidad es compartida con el Ministerio de Finanzas, al estar implicado en el proceso el dinero de los contribuyentes.

Una cuestión fundamental es la localización de la supervisión y, en particular, si el banco central debe ser o no el supervisor prudencial, y de ser así, si éste debe incluir también a las demás instituciones financieras, como en el caso de los Países Bajos e Irlanda. Según razones expuestas en otros estudios (Llewellyn, 2004), existen abrumadoras evidencias en favor de la regulación y supervisión prudenciales de todas las compañías localizadas en el marco de una determinada institución. Para acceder a una revisión de la experiencia internacional y a un análisis de las tendencias recientes consúltese Goodhart *et al.* (1999); Llewellyn (2004); Carmichael *et al.* (2005); Healey (2001); Luna-Martínez y Rose (2003), y Oosterloo y Haan (2003). A escala mundial pueden registrarse prácticamente todas las opciones, lo que indica que no existe un único modelo correcto. La cuestión fundamental es determinar qué estructura institucional cuenta con mayor probabilidad de resultar óptima en una crisis financiera, y cuál es más eficaz a la hora de abordar la gestión de dicha crisis.

La actual estructura del Reino Unido fue establecida como una de las primeras iniciativas del gobierno laborista entrante en 1997. En términos de gestión de las ten-

siones y la crisis, el nuevo modelo puso de manifiesto importantes carencias la primera vez que fue puesta a prueba en esta crucial área. El sistema tripartito fue lento en su proceso de activación. Las declaraciones públicas y evidencias registradas en el Comité del Tesoro de la Cámara de los Comunes en octubre de 2007 pusieron también de manifiesto que existían diferencias entre la FSA y el Banco de Inglaterra, particularmente en lo que respecta a las operaciones del banco en el mercado de dinero: la FSA parecía adoptar una perspectiva distinta a la del banco en lo que se refiere al problema del riesgo moral.

Es importante concretar si la actual estructura institucional resulta fundamentalmente deficiente o si su operatividad ha de ser mejorada y actualizada, sobre todo en el ámbito de la gestión de crisis. Debe establecerse: 1) si lo ideal es que el banco central sea responsable de la regulación y supervisión prudenciales de las instituciones que conforman el sistema, y 2) si puede actuar eficazmente como prestamista de último recurso sin la supervisión prudencial de los bancos.

Ciertos analistas han propuesto que la supervisión prudencial de los bancos debe ser devuelta al Banco de Inglaterra, y este principio se ha convertido en la política oficial del Partido Conservador, que podría formar gobierno tras las elecciones generales de 2010. Una virtud de este planteamiento es que el banco central adquiere ventaja en la información sobre el actual estado de bancos y mercados en sus operaciones diarias en el mercado de dinero. Este criterio es mantenido por De Nederlandsche Bank (ver Oosterloo y Haan, 2003). El Banco de Japón ha mantenido asimismo que, tras la crisis de 1997, no

puede esperarse que actúe como PUR a no ser que pueda verificar el estado de los bancos con datos de primera mano.

6.2. Desarrollo de la supervisión

Como en el caso de la supervisión de NR, también en este ámbito se han detectado varios aspectos de vulnerabilidad. En primer lugar, a pesar de lo singular del modelo de negocio de NR, no se realizó ninguna supervisión a fondo (ARROW) del banco durante al menos 18 meses. Como segundo factor a considerar, a pesar de las advertencias públicas realizadas por el Banco de Inglaterra y la FSA sobre los riesgos de liquidez, en NR se aplicaron stress-tests inadecuados. En tercer lugar, dichos stress-tests no se basaron en premisas de condiciones adversas o extremas. Además, con un enfoque retrospectivo, parece extraño que en fecha tan tardía como junio de 2007 la FSA redujera la ratio de adecuación de capital, lo que hizo que el banco continuara buscando más crecimiento de activos, aunque ya se sabía de sus problemas financieros.

Las autoridades reguladoras (sobre todo la FSA) no parecían responder a las señales de mercado que indicaban la potencial vulnerabilidad del banco (Hamalainen *et al.*, 2008). Su excepcional y sostenido crecimiento de activos (sustancialmente superior al de entidades equiparables) debería haber servido como aviso. La caída del precio de sus acciones (de 1.200 en enero de 2007 a 800 en julio) indicaba que el mercado albergaba dudas sobre la posición del banco. Además, el Banco de Inglaterra indicó entonces que, a pesar de ser consciente de los riesgos inherentes al modelo de negocio de NR, no tenía potestad para intervenir.

7. Gestión de la crisis

Cuando se creó la FSA, que asumió la supervisión bancaria antes asignada al Banco de Inglaterra, se reconoció que era necesario establecer un conjunto de medidas y procedimientos para la gestión de los bancos en dificultades. Ello se formalizó en un Memorandum de Entendimiento entre el Tesoro, el Banco de Inglaterra y la FSA. Este acuerdo tripartito se fundamentaba en cinco principios básicos: debía haber división clara de responsabilidades, estructuras contables adecuadas, ausencia de duplicación de funciones, intercambio de información importante y mecanismos de gestión de crisis. En la primera crisis que se presentó, el sistema mostró carencias en cada una de estas áreas. En algunas de ellas surgieron dudas sobre la posición legal, por ejemplo en lo que respecta a capacidad de intervención; sobre sí, en el caso de que el Banco de Inglaterra realizara una intervención encubierta en apoyo del banco, ésta debía hacerse pública, o sobre si la intervención podía infringir la legislación de la UE sobre competencia.

Fueron varios los aspectos en los que la crisis fue mal gestionada: se registraron disputas públicas entre las tres instituciones, la comunicación entre ellas fue problemática, no se definió con claridad cuál de ellas debía iniciar las acciones y el Gobierno tardó en anunciar que garantizaba los depósitos en NR, garantía que no se hizo pública hasta que se supo que la entidad recibiría el apoyo del Banco de Inglaterra.

8. El papel del Gobierno

Un rasgo singular del caso NR fue el papel desempeñado en él por el Gobierno. Cuando el anuncio de las autoridades superviso-

ras de que el banco era solvente no atenuó la retirada de depósitos, el Gobierno adoptó la medida sin precedentes de garantizar todos los depósitos (con independencia de su cuantía). La medida se hizo extensiva a los nuevos depósitos y clientes, aunque se recargó a NR con una cuota única más un porcentaje sobre los ingresos por nuevos depósitos. Presumiblemente, con ello se pretendía que el banco continuara ofreciendo servicio a sus clientes, previniendo al mismo tiempo que sus accionistas se beneficiaran del apoyo del Banco de Inglaterra.

De este modo, el contribuyente asumía el riesgo de insolvencia de NR, lo que equivalía a una socialización de los riesgos bancarios. En este caso, el Gobierno ejercía de forma efectiva derechos sobre los activos de NR. Ello implicaba que el contribuyente asumía el riesgo de una caída en el precio de la vivienda que, en caso de insolvencia, podría implicar que el valor de algunas viviendas ahora en posesión del Gobierno podría ser inferior al de las hipotecas en mora. La diferencia suponía un coste potencial para el contribuyente.

Las implicaciones de esta intervención sin precedentes son sustanciales. En primer lugar, generó la percepción de que los depositantes de cualquier banco en el que se estuviera produciendo una retirada masiva de depósitos estaban plenamente protegidos. En efecto, el riesgo del depositante se había socializado y el FSCS había pasado a ser superfluo. En segundo lugar, la intervención socavaba la credibilidad del FSCS. Como tercer punto, es probable que restara credibilidad a cualquier posible esquema que pudiera establecerse con posterioridad, y en cuarto lugar, la cobertura de protección total *de facto* aumen-

taba el riesgo moral estándar. Por todo ello, las implicaciones de la intervención fueron ciertamente notables.

Se sentó el importante precedente de que, en ciertas circunstancias no especificadas, el Gobierno garantizaba los depósitos, con independencia de lo que determinara el FSCS. Para los depositantes debía quedar abierto el interrogante de cuáles serían las circunstancias generadoras de esa garantía.

El riesgo moral consiste en que, una vez establecido el principio de garantía, y según la percepción de los depositantes, es difícil limitar su aplicación. Por ejemplo, resulta razonable asumir que esa garantía se prestará en cualesquiera «circunstancias inusuales» futuras. El Gobierno entra así en un terreno ciertamente peligroso en cuanto a riesgo moral se refiere, ya que no se sabe cuáles son las circunstancias en las que el ejecutivo no ofrecería las mismas garantías que en el caso de Northern Rock.

V. LA RESOLUCIÓN DE LA CRISIS DE NORTHERN ROCK

Inicialmente, el Gobierno intentó encontrar una solución en el mercado privado requiriendo las correspondientes ofertas, para lo que impuso cuatro condiciones: 1) el Gobierno (el contribuyente) compartiría cualquier ganancia potencial del comprador; 2) debía inyectarse nuevo capital; 3) el pago de los préstamos del Banco de Inglaterra debía efectuarse en un plazo de tres años, y 4) los licitantes debían presentar un plan de negocio viable.

Tras un largo período en el que se invitó a los licitantes a adquirir el banco, la entidad fue finalmente

declarada propiedad pública de forma temporal, en contra de la tendencia política del Gobierno. Se trató de una de las mayores nacionalizaciones abordadas en el Reino Unido, que por otro lado equivalía al establecimiento de un mecanismo de banco puente específico. Una comisión independiente decidiría el precio que debía pagarse a los accionistas, aunque ello se haría sobre la base de excluir el efecto de valoración de las garantías gubernamentales y el apoyo del Banco de Inglaterra. Se planteaba entonces el problema de que, aunque los activos del banco podían alcanzar un nivel considerable, el valor de las acciones podía ser incluso cero, dado que el banco sólo sobrevivía en función de la garantía del Gobierno y la financiación del Banco de Inglaterra.

Son varias las razones por las que el número de licitantes y la cuantía de sus ofertas fueron escasos: las condiciones del mercado eran en general inciertas y volátiles y la demanda de bancos hipotecarios era limitada; la inquietud en los mercados en aquel momento dificultaba la tasación del banco; el mercado británico de la vivienda se estaba debilitando y se esperaba que los precios de la vivienda pudieran caer aún más, aumentando la probabilidad de que algunas hipotecas quedaran en mora. Además, una de las condiciones del Gobierno (que los préstamos y el apoyo recibido por la entidad debían pagarse en un plazo razonable) constituía un importante problema heredado para los potenciales compradores, se requería a los licitantes que inyectaran nuevo capital y existía cierta incertidumbre sobre el estatus legal de *Granite* (el instrumento fuera de balance de NR para la titulación de préstamos bancarios). Al final, ninguno de los escasos licitantes fue considerado idóneo por el Gobierno.

También inquietaba el hecho de que los licitantes hicieran pujas bajas, lo que implicaba que los contribuyentes mantenían el riesgo de que los préstamos no fueran pagados, mientras que, al mismo tiempo, se registraba un potencial de ganancia al alza para los licitantes. Preocupaba el hecho de que se socializara el riesgo mientras las posibles ganancias eran acumuladas por el licitante privado.

Más allá del hecho de que, ante la inadecuación de los planes de resolución (o, más bien, la inexistencia de éstos), parecía no haber otra alternativa, la propiedad pública temporal del banco supone algunas ventajas: el Gobierno (que asume el riesgo) ejerce cierta influencia en la estrategia del banco durante su período de propiedad pública, lo que puede, en cierto modo, garantizar que el dinero de los contribuyentes será reintegrado. Como ha sucedido en otros países en los que se ha prestado apoyo público a bancos fallidos, podría incluso haber un beneficio neto para el contribuyente. El Estado puede permitir que pase tiempo suficiente para que mejoren las condiciones del mercado antes de invitar a licitantes privados a adquirir el banco reestructurado sin que se oferten precios de saldo, o se produzcan desajustes entre la actividad de negocio diaria de la entidad y la de sus clientes. Para acceder a un análisis general de las ventajas e inconvenientes del proceso de nacionalización consúltese Herring (2007).

VI. LA REFORMA DE LA ARQUITECTURA

En el ámbito británico, cualquier programa de reformas necesita iniciarse con un plan de protección de depósitos, abandonando en particular el principio de coasegu-

ración. Para limitar el riesgo moral resultante, ello debe ir acompañado de un modelo de resolución especial para bancos, una reforma de la estructura de gestión de crisis y la instauración de un régimen de pronta acción correctiva inmediata (ACI). El plan de PAC ha de ser parte integral de cualquier programa de reformas, de modo que, habiendo pasado por una serie de respuestas de activación, un banco sea incluido en un proceso de resolución antes de que sea declarado insolvente. Ello implica menores demandas de protección de depósitos o de apelaciones para que el sistema bancario financie el pago de la protección de los depositantes en bancos con dificultades. Esto llevaría a que los planes de protección resultaran redundantes.

VII. ESTRATEGIA DE RESOLUCIÓN: REFORMAS ESTRUCTURALES

Los puntos de vulnerabilidad estructural más significativos en el sistema británico, que hicieron inevitable la crisis de NR en alguna de sus fases, son seis: 1) un esquema de protección de depósitos esencialmente defectuoso; 2) inexistencia de una acción correctiva inmediata explícita; 3) inexistencia en el Reino Unido de planes especiales de insolvencia para otras compañías; 4) falta de procedimientos de resolución *ex ante* bien definidos para bancos fallidos; 5) estructura de regulación institucional deficitaria (con división entre el Tesoro, la FSA y el Banco de Inglaterra), y 6) ausencia de procedimientos de gestión de crisis.

Estos puntos fueron parcialmente reconocidos por el Gobierno cuando, en enero de 2008, inició un proceso de consulta a nivel global, junto con el Banco de In-

glaterra y la FSA —*Financial stability and depositor protection: strengthening the framework* (H.M. Treasury, 2008)—, en el que se perfilaban una serie de reformas en algunas áreas deficitarias. A ello le siguió la promulgación de una Ley Bancaria en 2009.

VIII. NUEVAS ESTRUCTURAS INSTITUCIONALES

Poco después del estallido de la crisis de NR, el Gobierno británico abrió un proceso de consulta de amplio espectro para la introducción de reformas estructurales. El documento que las reflejaba (H.M. Treasury, 2007 y 2008) ofrecía una completa revisión de las opciones centradas en algunas de las carencias estructurales aquí comentadas. Una de ellas era la necesidad de establecer un régimen de resolución claro, unívoco y predecible, de reformar los planes de protección de depósitos, de determinar un plan especial de insolvencia bancaria y de remodelar el procedimiento de gestión de crisis. También reconocía que, en cualquier procedimiento de resolución, los depositantes debían quedar protegidos, lo que, entre otras cosas, suponía una intervención rápida sin interrupción de los servicios bancarios normales (ver Kaufman y Seelig, 2001, para consultar el trato dado a los depositantes en bancos fallidos de Estados Unidos).

En 2009, el Gobierno promulgó nuevas leyes referidas a la resolución de los bancos fallidos que se considerarían una amenaza para la estabilidad financiera, la protección de los fondos depositados o el interés de los contribuyentes. Es lo que se conoce como Régimen de Resolución Especial, centrado en:

— La resolución de un banco en crisis, incluso aunque cuen-

te con capital positivo, (resolución preinsolvencia).

— Cinco opciones de estabilización alternativas: compra del banco en dificultades por parte del sector privado, transferencia a un banco puente, transferencias parciales, propiedad pública transitoria y capacidad para transferir la entidad a terceros. Todas ellas pueden aplicarse aunque un banco tenga capital positivo y no sea técnicamente insolvente.

— Cobertura de financiación de emergencia.

— Planes para garantizar la continuidad del servicio a los clientes.

— Posible uso de fondos del Esquema de Compensación de Servicios Financieros para apoyar la resolución.

— Garantía de pago rápido a los depositantes que lo requieran.

— Medidas para mantener en funcionamiento las actividades saneadas de un banco en crisis.

La nueva ley no introducía cambios en el FSCS (más que la posible consideración de un futuro esquema prefinanciado) y no incorporaba cambios estructurales en la arquitectura institucional, ni régimen alguno de acción correctora inmediata.

Pocos meses después de su entrada en vigor, estas leyes se aplicaron en el caso de la Dunfermline Building Society.

IX. CONCLUSIONES

En la crisis de Northern Rock se detectaron varias líneas de fractura, que han de ser evaluadas con independencia de las respuestas a

este episodio en concreto. Si hay alguna consecuencia positiva de la crisis, es que obligó a considerar una serie de cuestiones fundamentales, más importantes que los detalles del propio caso NR. Nuestra argumentación central es que el episodio de NR fue un caso multidimensional que reflejaba un complejo conjunto de problemas interrelacionados. Otra segunda argumentación es la identificación de líneas de fractura en diferentes áreas. Tras esta crisis, el Gobierno llevó adelante uno de los mayores cambios introducidos en el régimen regulador, aunque no todas sus carencias fueron abordadas. En definitiva, si hay alguna consecuencia positiva en este contexto es que el proceso centró la atención en estas graves líneas de fractura.

NOTA

(*) Traducción de Diorki.

BIBLIOGRAFÍA

- BLISS, R., y KAUFMAN, (2006), «US corporate and bank insolvency regimes: An economic comparison and evaluation», *Federal Reserve Bank of Chicago Paper n.º 2006-01*.
- CARMICHAEL, J.; Alexander FLEMING, y David T. LLEWELLYN, (2004), *Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs*, World Bank Institute, Washington.
- EISENBEIS, R., y KAUFMAN, G. (2007a), «Why a run on Northern Rock but not countrywide?», *Wall Street Journal*, Economics Blog, 18 de octubre.
- (2007b), «If Northern Rock had been in the US».
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2007), *Evidence on Northern Rock to the House of Commons Treasury Committee*, octubre.
- GOODHART, C. A. E. (2007), «Liquidity risk management», London School of Economics, no publicado.
- (2008), *The Regulatory Response to the Financial Crisis*, London School of Economics.
- GOODHART, C. A. E.; Philip HARTMANN; David LLEWELLYN; Liliána ROJAS-SUÁREZ, y Steven LEISURED (1999), *Financial Regulation: Why, How and Where Now?* Londres, Routledge.

HAMALAINEN, P.; POP, A.; HALL, M., y HOWCROFT, B. (2008), «Did the market signal impending problems at Northern Rock?: An analysis of three financial instruments», informe presentado en la *Conferencia Anual de la WEAI*, Hawaii, junio.

HEALEY, J. (2001), «Financial stability and the central bank: International evidence», in Richard Brealey, et al. (eds.), *Financial Stability and Central Banks*, Londres, Routledge.

H. M. TREASURY, (2007), «Banking reform- protecting depositors», *A discussion paper*, Londres, octubre.

— (2008), *Financial stability and depositor protection: strengthening the framework*, Londres, Cm 7308, enero.

HERRING, R. (2007), «Resolution strategies: Challenges posed by systemically important banks», conferencia en el *Regional Seminar on Financial Crisis Management*, Singapur, septiembre.

KAUFMAN, G., y SEELIG, M. (2001), «Post resolution treatment of depositors at failed banks: Implications for the severity of banking crises, systemic risk, and too big to fail», *IMF Working Paper*, junio.

LLEWELLYN, D. T. (2004), «Institutional structure of financial regulation and supervision: The basic issues», capítulo 2 en CARMICHAEL, J., Alexander FLEMING y David LLEWELLYN (eds.), *Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs*, World Bank Institute, Washington.

— (2009a), «Financial innovation and a new economics of banking: Lessons from the financial crisis», en South African Reserve Bank Series, *Challenges to Monetary-Policy Makers in Emerging Markets*, Pretoria.

— (2009b), «The global financial crisis: The role of financial innovation», en Philip BOOTH (ed.), *Verdict on the Crash*, Institute of Economic Affairs, Londres.

— (2009c), «Financial innovation and the economics of banking», en L. ANDERLONI, D.T. LLEWELLYN y H. SCHMIDT (eds.), *Financial Innovation in Wholesale and Retail Banking*, Edward Elgar.

LUNA-MARTÍNEZ, J., y Thomas A. ROSE, (2003), «International survey of integrated financial services supervisors», *Policy Research Working Paper*, 3096, World Bank, Washington, julio.

OOSTERLOO, S., y Jacob DE HAAN, (2003), «A survey of international frameworks for financial stability», *Occasional Studies*, vol. 1, n.º 3, Amsterdam, De Nederlandsche Bank.

TREASURY COMMITTEE, (2008), *The Run on the Rock*, The Stationary Office, Londres 56-1, Fifth Report of the House of Commons Treasury Committee, Session 2007-8, enero.

Resumen

La actual crisis financiera internacional adquirió una dimensión global, extendiéndose de forma rápida a las economías emergentes, las cuales, pese a su relativo asilamiento de los mercados desarrollados, se han visto afectadas de forma diferencialmente favorable por ella. Este artículo revisa el posicionamiento de los países emergentes ante una crisis financiera internacional sin precedentes, así como también el impacto de ésta sobre dichos países. Del análisis de las variables financieras y de la información referente a la economía real de las economías emergentes, así como del estudio de las perspectivas a corto y medio plazo, puede deducirse que, mientras las economías occidentales se están viendo seriamente afectadas por la crisis, las emergentes obtienen mayor peso a escala internacional.

Palabras clave: crisis financiera internacional, economías emergentes, mercados desarrollados.

Abstract

The present international financial crisis acquired global dimension extending swiftly to the emergent economies, which despite their isolation from the developed markets, have been affected in a differentially favorable way. This article reviews the positioning of emergent countries as regards a financial crisis without precedents, as well as its impact on them. From the analysis of financial variables and real economy information from emergent economies, as well as the study of short and mid-term perspectives, it can be deduced that, while occidental economies are being seriously affected by the crisis, emergent ones obtain more weight at the international level.

Key words: international financial crisis, emergent economies, developed markets.

JEL classification: G00, G15.

EFFECTOS Y LECCIONES DE LA CRISIS CREDITICIA PARA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Alicia GARCÍA HERRERO
Sonsoles CASTILLO DELGADO

Servicio de Estudios BBVA

I. INTRODUCCIÓN

CON el colapso de Lehman Brothers, la crisis financiera internacional terminó adquiriendo una dimensión global, y el pánico financiero que generó se extendió a las economías emergentes de manera inmediata, a pesar de que, hasta ese momento, se habían mantenido prácticamente aisladas de los problemas de los mercados desarrollados.

El contagio, por tanto, terminó produciéndose en el momento en que la crisis entró en la fase más severa. Aunque empezó afectando a las variables financieras, se trasladó a la economía real rápidamente a través de un parón en el comercio internacional y un desplome de la confianza de empresas y consumidores.

La globalización financiera ha favorecido la transmisión de las tensiones financieras de los mercados desarrollados hacia los emergentes, incluso cuando la exposición de estos a activos tóxicos era muy limitada. Así, los mercados de renta variable y de renta fija experimentaron serias correcciones, las primas de riesgo país repuntaron y los tipos de cambio de las divisas emergentes sufrieron presiones depreciatorias importantes como resultado de la huida de los inversores hacia los denominados activos refugio. También las materias primas reforzaron su caída con el *shock*. La escasez de liquidez en los mercados internacionales se hizo evidente en

los mercados emergentes por la escasez de dólares, provocando problemas de financiación. En definitiva, la hasta entonces abundante liquidez en los mercados desapareció, distorsionando el funcionamiento de los mercados.

Más importante que el canal financiero, en esta crisis el impacto más negativo se ha producido, sin lugar a dudas, en el canal real. El desplome de la demanda mundial y el colapso del comercio mundial en el último trimestre de 2008 fueron de una magnitud sin precedentes desde la Gran Depresión. Con el hundimiento del consumidor americano y, en menor medida, también el europeo, las economías más abiertas y dependientes de las ventas en el exterior (fundamentalmente las asiáticas) ajustaron su ritmo de crecimiento. Asociado a ello, y en paralelo, los precios de las materias primas cayeron drásticamente por la combinación de una menor demanda y el fin de la especulación que se había producido en los meses inmediatamente anteriores, en los que los precios de las materias primas alcanzaron máximos históricos. Obviamente, este canal operó de forma especialmente negativa para las economías exportadoras de materias primas, fundamentalmente América Latina y los países del Golfo.

El canal puramente crediticio no ha operado en las economías emergentes con la misma virulencia que en el mundo desarrollado, ni tam-

poco como en episodios de crisis anteriores. Las razones para ello hay que buscarlas en varios frentes. Así, muchas de estas economías, especialmente las asiáticas y de América Latina, han pasado no hace tanto sus propias crisis bancarias, que posteriormente han dado lugar a reformas tendentes a fortalecer sus sistemas financieros. Además, es también claro que el grado de desarrollo financiero de estas economías es, en promedio, bajo si se compara con el mundo desarrollado. Tampoco es comparable el apalancamiento financiero de estas economías con la de los países desarrollados. De hecho, el mundo emergente ha transitado en los últimos años hacia una situación de reducción del endeudamiento del sector público, y el del sector privado, aunque ha aumentado, no se sitúa en niveles preocupantes. Finalmente, la intervención del sector público en la provisión de crédito ha jugado un papel muy destacado, especialmente en algunas de las economías emergentes más importantes

Aunque puede resultar todavía prematuro evaluar el verdadero impacto de la crisis financiera internacional en las economías emergentes —no en vano apenas si se están comenzando a vislumbrar los primeros indicios de que la economía mundial habría tocado fondo, y el balance de riesgos sigue estando a la baja—, sí es cierto que, tras dos años de crisis, se puede hacer un primer balance y extraer algunas lecciones para estas economías. Ninguna de ellas ha sido inmune a esta crisis, pero, mirando hacia adelante, en este artículo se defiende la tesis de que cuanto mejor preparadas estuvieran las economías, mayor habrá sido el margen para gestionar la crisis y menor será su impacto.

La gran pregunta que se plantea aquí es por qué las economías

emergentes se han visto afectadas de forma diferencialmente favorable por esta crisis y qué cabe esperar en los próximos años en cuanto a su contribución al crecimiento mundial. ¿Serán capaces de compensar el bajo crecimiento un mundo desarrollado que afronta un proceso de desapalancamiento? Para dar respuesta a estas preguntas, este artículo se estructura de la siguiente manera. En primer lugar, se establece un marco que permite evaluar la posición de partida de las economías emergentes antes de la crisis, esto es, su grado de vulnerabilidad. En segundo lugar, se evalúa el impacto de la crisis en las economías emergentes, tanto en lo relativo a las variables financieras como a la economía real. En tercer lugar, se analiza el margen de maniobra con el que han contado las distintas economías para gestionar la crisis y amortiguar su impacto. Y, por último, se presentan las perspectivas y los riesgos para las economías emergentes en un horizonte de corto y medio plazo no sólo en términos de crecimiento, sino también del papel que pueden jugar en el nuevo entorno internacional que emergerá tras esta crisis.

II. POSICIÓN DE PARTIDA DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES ANTE LA CRISIS: MAPA DE RIESGOS

El último ciclo expansivo, hasta el desencadenamiento de la crisis, estuvo dominado por un notable dinamismo de las economías emergentes. En esos años, el entorno externo, caracterizado por unos tipos de interés internacionales en niveles muy bajos, abundante liquidez en los mercados, apetito por el riesgo y un *boom* del comercio sin precedentes, fue especialmente favorable para los

mercados emergentes. Así, la tasa de crecimiento promedio en los cinco años previos a la crisis superó el 7 por 100, casi triplicando el registrado por las economías avanzadas.

Las condiciones externas favorables han sido comunes a todos los emergentes, pero no así el modelo de crecimiento subyacente. Así, el *boom* económico ha venido aparejado en algunos de estos países a la acumulación de fuertes desequilibrios macroeconómicos, como resultado de modelos de crecimiento, basados en liquidez y crédito abundantes, que han soportado elevados niveles de gasto y creciente endeudamiento.

En este sentido, se pueden identificar de forma rápida varios indicadores para aproximar el grado de vulnerabilidad/fortaleza de las distintas economías emergentes.

Por un lado, estarían los desequilibrios externos y fiscales, ya que conllevan necesidades de financiación en buena parte de los casos externa, aunque el desarrollo de los mercados internos de bonos ha permitido reducir dicha dependencia. En los años previos a la crisis, algunas economías emergentes, la mayoría de ellas ubicadas en el Este de Europa, han profundizado en la acumulación de desequilibrios (déficits gemelos) a pesar de los años de bonanza económica. Mientras tanto, buena parte de los países asiáticos y de América Latina han hecho compatible la expansión con una mejora de sus fundamentales.

En Europa del Este, la acumulación del déficit ha dado lugar a un elevado nivel de endeudamiento con el exterior que, de nuevo, enfrenta a muchos de estos países a vencimientos de deuda difíciles de renovar en un contexto en el que la liquidez no fluye en los mer-

cados y la aversión al riesgo se dispara. Más concretamente, al inicio de la crisis Europa del Este presentaba un nivel de deuda externa cercano al 40 por 100 del PIB, duplicando prácticamente los niveles de Asia y América Latina. Igualmente, los déficits externos en la región superaban, en media, el 7 por 100 del PIB, frente a superávits primarios en Asia y déficits mucho más exigüos, o incluso superávits en algunos de los países de América Latina. Por último, los vencimientos de deuda a corto plazo en Europa del Este superaban en más del 60 por 100 el nivel de reservas, mientras en América Latina, y sobre todo en Asia, las reservas más que cubren los vencimientos de deuda a corto plazo.

Basado en estos indicadores, construimos un indicador de vulnerabilidad externa (gráfico 1) que permite hacer una primera valoración cuantitativa de las fortalezas relativas de cada región emergente (1). A partir de este primer indicador, se comprueba que el

grado de vulnerabilidad de las economías emergentes se sitúa en rangos relativamente acotados, si bien hay una fuerte heterogeneidad por regiones. Resulta interesante, especialmente si se tiene en cuenta la historia plagada de crisis de América Latina, que esta sea la región que presenta menor riesgo, fundamentalmente por su bajo nivel de endeudamiento, frente a los países de Europa del Este, donde la combinación de alto endeudamiento y, sobre todo, fuertes desequilibrios externos y fiscales se traduce en un mayor nivel de riesgo (gráfico 2).

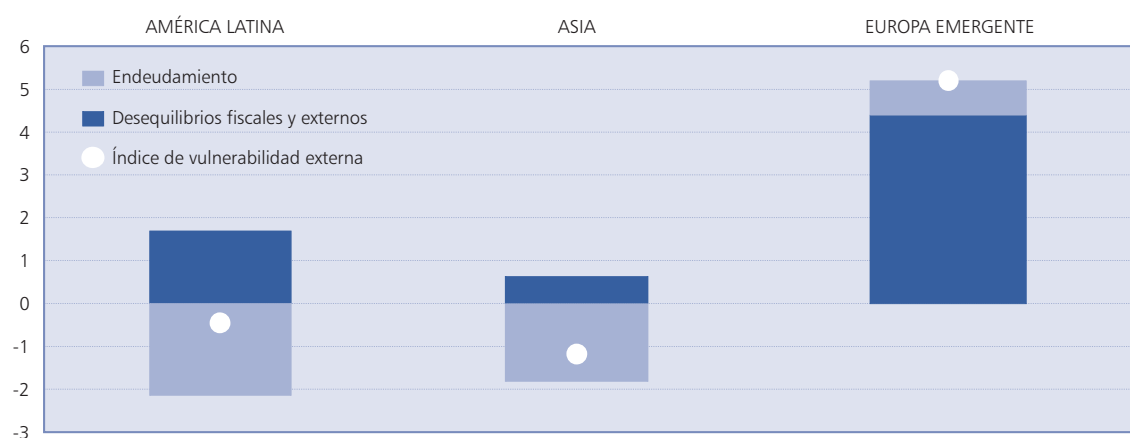
Junto a los desequilibrios macroeconómicos, el carácter financiero de la crisis actual justifica sobradamente poner un foco en otro tipo de factores: los estrictamente vinculados al crédito y al sistema bancario. En este punto, conviene recordar que las crisis económicas sufridas por las economías emergentes en el pasado se han visto en muchos casos amplificadas por las debilidades

de sus sistemas financieros (marcos regulatorios laxos o inexistentes, malas prácticas bancarias).

En este sentido, cabe decir que, por un lado, el punto de partida para muchos de estos países ha mejorado sustancialmente respecto al pasado. Se han producido numerosas y profundas reformas en los sistemas, propiciadas por profundas crisis bancarias, en muchas de las economías emergentes con mayor peso en la esfera internacional, desde el ámbito puramente de reestructuración financiera (casos más llamativos, como los de China y Turquía) hasta la mejora de los sistemas de regulación y supervisión bancaria (muchos de los países de América Latina han hecho avances muy notables en este terreno para situarse muy cerca de los estándares internacionales).

Por otro lado, hay que considerar que en estas economías el grado de profundización financiera y de bancarización no alcanza

GRÁFICO 1
ÍNDICE DE VULNERABILIDAD EXTERNA BBVA

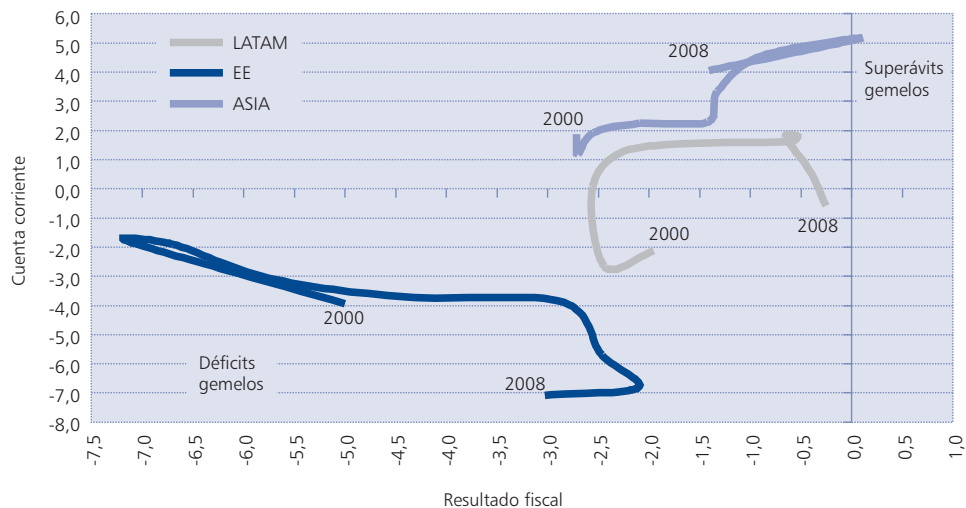


Nota: **Índice de vulnerabilidad externa BBVA** incluye: 1) **Endeudamiento**, a) Deuda como porcentaje del PIB, b) Crecimiento de la deuda y c) Deuda a corto plazo como porcentaje de las reservas, 2) **Desequilibrios fiscales y externos**, a) Cuenta corriente como porcentaje del PIB, b) Saldo fiscal como porcentaje del PIB y c) Crecimiento de las exportaciones. Última actualización Dic-08.

El rango del índice se encuentra entre -10 y 10, mayores valores reflejan mayor vulnerabilidad.

Fuentes: IMF, BIS, IFS y BBVA.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE Y RESULTADO FISCAL 2000-2010
(En porcentajes del PIB)



Fuentes: WEO, IIF, BBVA. LATAM 7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México y Venezuela. EE: Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria, Rumanía, Turquía, Ucrania. ASIA: China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Filipinas, Singapur, Taiwán, Tailandia.

los niveles de las economías desarrolladas (2), y que la exposición a activos tóxicos ha sido muy modesta. Esto se ha traducido en que, en términos agregados, los sistemas bancarios de las economías emergentes han presentado un menor nivel de riesgo.

Sin embargo, todo ello no significa que no exista la probabilidad de que los sistemas bancarios y el crédito en estas economías presenten riesgos latentes que eventualmente pudieran generar problemas.

A continuación, se plantean algunas características asociadas al sistema bancario y a la propia dinámica de crecimiento del crédito que permiten identificar el mayor o menor grado de vulnerabilidad de los sistemas financieros.

En los años previos a la crisis, un crecimiento intenso (excesivo) del crédito ha estado asociado a un mayor nivel de endeudamiento

de los agentes y a un mayor riesgo para la banca ante un cambio brusco de ciclo. La evolución del crédito en los años recientes ha venido indudablemente condicionada por el propio ciclo económico, que favorece la demanda de crédito; por unas condiciones de financiación muy favorables; el proceso de globalización financiera, que se ha traducido en una abundante liquidez internacional favoreciendo los flujos bancarios transfronterizos, y, en el caso concreto de las economías emergentes, por el propio proceso de convergencia hacia estándares más cercanos a los de los países desarrollados. Así, el impulso del proceso de bancarización, medido por ejemplo a través de la ratio de crédito sobre PIB, ha sido una constante en muchas de estas economías en los años recientes. Y ello ha ido en muchos casos en consonancia con el propio aumento de la renta per cápita de estos países, una mejora en la calidad del marco institucional y la reducción

del grado de informalidad en las economías. Como resultado del alineamiento de estas tres fuerzas —convergencia, ciclo económico expansivo y elevada liquidez mundial—, se ha observado en los últimos años un rápido crecimiento del crédito, aunque con notables diferencias dentro del mundo emergente, mucho más dinámico en el Este de Europa que en América Latina y que en Asia. En los países europeos, el proceso de integración en la Unión Europea y las perspectivas de acceso a la zona del euro son razones adicionales por las que el crédito ha crecido aún más rápidamente que en el resto de áreas.

Para evaluar si el crecimiento del crédito descrito es sostenible, es importante analizar el fondo del mismo; en concreto, si detrás de dicho crecimiento hay una amplia base de depósitos o si hay una elevada dependencia de financiación externa. Frente a ésta segunda opción, aquellos sistemas cuya finan-

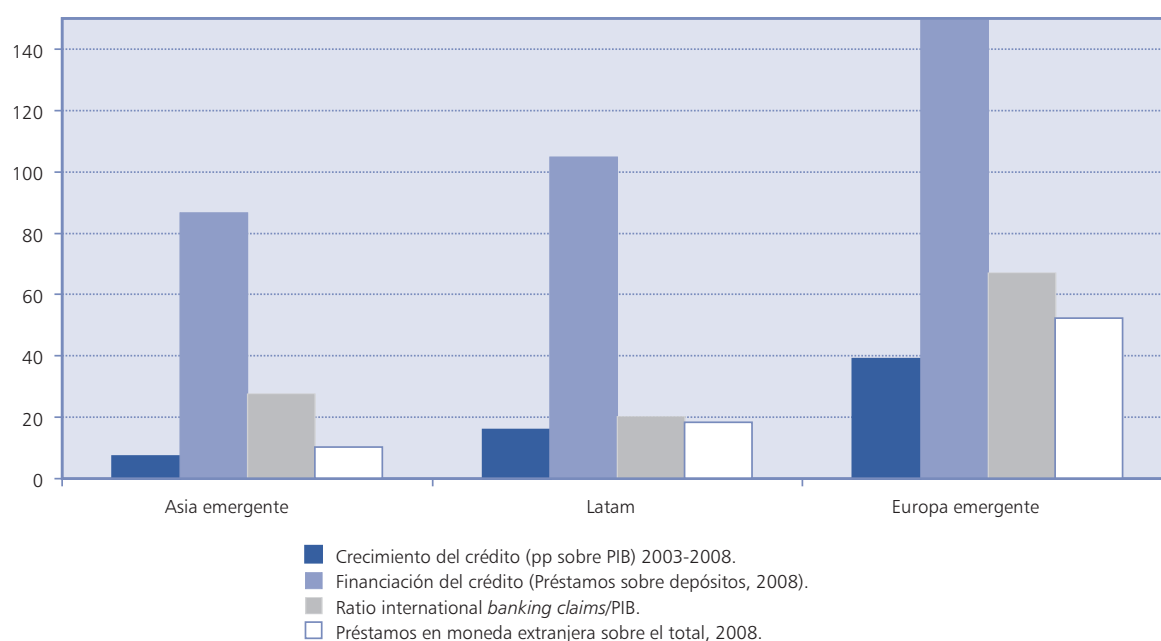
ciación del crédito descansa fundamentalmente en una amplia base de depósitos han demostrado ser más estables que la financiación internacional (García Herrero y Martínez-Pería, 2007), lo cual es especialmente cierto durante una crisis internacional de liquidez como la que hemos experimentado.

En este sentido, el porcentaje de créditos financiados por depósitos varía mucho entre zonas emergentes. La peor parada sigue siendo la Europa emergente, mientras que en América Latina se ha consolidado en la última década una menor dependencia de los préstamos transfronterizos, al tiempo que se ha profundizado en la financiación local no solo de la banca local, sino también de la banca extranjera que opera en la región de manera estable. En el caso de la Europa emergente, el peso de la banca extranjera, en su mayoría euro-

pea, es muy elevado (en promedio, con un 70 por 100 de los activos locales, y en algunos casos concretos alcanzando el 90 por 100). Dichos bancos han seguido un modelo de negocio diferente al depender casi exclusivamente para su financiación de la matriz. En un contexto en el que prima la preferencia por la liquidez y el desapalancamiento, es claro que éste es un factor clave. Los problemas de solvencia de los bancos de las economías desarrolladas (europeos, en este caso) pueden trasladarse a los sistemas bancarios de los países emergentes (del Este de Europa, en este caso). De ahí que en los momentos más críticos se impulsaran, por parte de los propios bancos privados y con el respaldo de las instituciones europeas, acciones coordinadas (básicamente declaraciones de intenciones) para reafirmar el compromiso de las matrices de seguir apoyando la financiación de las filiales (3).

El tercer elemento tiene que ver con lo que se ha dado en denominar efecto hoja de balance, derivado del descalce moneda. Las experiencias históricas aquí son numerosas y revelan que, en situaciones de crisis en las que las divisas suelen experimentar intensas presiones depreciatorias, un porcentaje elevado de créditos denominados en moneda fuerte puede propiciar problemas muy serios en el sistema bancario. La intensidad y la duración de la actual crisis ha revelado que los problemas derivados de las depreciaciones cambiarias pueden alcanzar una dimensión muy preocupante, y no exclusivamente para el sistema bancario, sino también para otros agentes, como han sido grandes empresas multinacionales latinoamericanas que han enfrentado cuantiosas pérdidas por no tener cubiertas posiciones de depreciación fuertes de sus divisas. En el ámbito puramente ban-

GRÁFICO 3
INDICADORES DE VULNERABILIDAD: ASIA, LATAM Y EUROPA EMERGENTE



cario, los problemas derivados del ajuste de las divisas podrían cobrar un alcance importante en países como Letonia, Estonia, Bulgaria, Lituania y Hungría donde una parte muy significativa del *stock* de crédito está denominado en divisa fuerte (euro o franco suizo, que han experimentado una notable apreciación frente a las divisas flotantes de Europa del Este). El problema puede ser mucho más grave en países con tipo de cambio fijo y donde las tensiones cambiarias pueden propiciar una devaluación de la divisa, con el

consiguiente efecto sobre el endeudamiento de los tomadores de créditos en moneda extranjera y el deterioro de la calidad de los activos del sistema bancario (4).

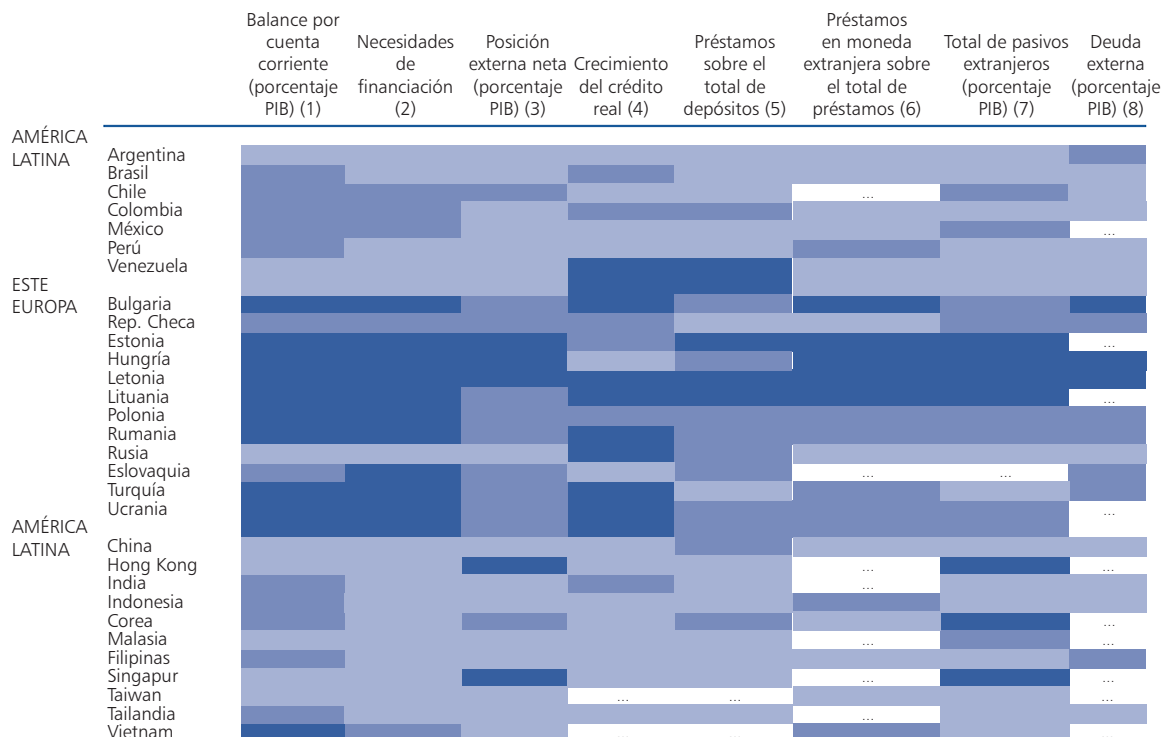
En definitiva, los elementos previamente mencionados señalan que subyacen elementos diferenciales importantes entre las economías emergentes. Y se podría decir que las características que han acompañado al crecimiento del crédito en algunas de ellas, han generado dinámicas no sostenibles y, por tanto, escenarios adversos no

se pueden descartar en el corto o medio plazo (gráfico 3).

El mapa que se presenta en el gráfico 4, elaborado hace ahora un año, cuando se hizo más evidente que la crisis financiera internacional terminaría teniendo impacto en el mundo emergente, permite visualizar de forma muy gráfica el posicionamiento de una vasta representación de países emergentes ante dicha crisis. Ya por entonces, las alertas parecían estar encendidas para muchos países a tenor de sus fundamentales, de las caracte-

GRÁFICO 4

MAPA DE RIESGO DE INDICADORES MACROECONÓMICOS Y FINANCIEROS EN UNA SELECCIÓN DE ECONOMÍAS EMERGENTES



Notas: (1) Cuenta Corriente de 2008.

(2) Deuda a corto plazo + déficit por cuenta corriente como porcentaje de las reservas (2008).

(3) Posición externa neta vis-a-vis bancos que reportan al BIS (tabla 6A) como porcentaje del PIB. Diciembre 2008.

(4) Promedio del crecimiento del crédito real 2004-2008.

(5) Datos final de 2008.

(6) Ratio de préstamos en moneda extranjera sobre el total de préstamos. Datos marzo de 2009.

(7) A+L como porcentaje del PIB. BIS diciembre de 2008.

(8) Deuda externa como porcentaje del PIB 2008.

rísticas que estaban rodeando el último ciclo expansivo y del propio sistema financiero.

III. EL IMPACTO DE LA CRISIS EN EL MUNDO EMERGENTE

Ante una crisis financiera sin precedentes, las economías emergentes no se han mantenido inmunes. La combinación de choques externos (financiero y real) ha sido de una magnitud y duración que hacían prácticamente imposible mantener a la región al margen (gráfico 5). Con todo, esto es lo que ocurrió en la primera fase de la crisis, es decir, durante el primer año. Así, entre verano de 2007 y septiembre de 2008, las economías emergentes se mantuvieron prácticamente aisladas del deterioro de las condiciones financieras en los mercados desarrollados. Las primas de riesgo país, aunque repuntaron, lo hicieron en una magnitud muy moderada, y los capitales siguieron fluyendo hacia estos países alentados por unas perspectivas de crecimiento que se mantenían prácticamente inal-

teradas, e incluso en algunos casos se vieron mejoradas, frente al continuado deterioro en las economías industrializadas. En esta primera fase, dos elementos jugaron a favor de la sostenibilidad de un entorno favorable para estas economías. Primero, la exposición de los sistemas financieros, en general, y bancarios en particular a los activos tóxicos era muy acotada. Y, segundo, las condiciones de funcionamiento de los mercados financieros apenas se vieron alteradas, a diferencia del fuerte tensionamiento en los mercados desarrollados.

En una segunda etapa, a partir de la quiebra de Lehman Brothers, se empieza a gestar un círculo vicioso en los mercados estadounidense y europeo entre las pérdidas bancarias y la restricción financiera que termina propiciando el cierre total de algunos mercados (titulización) y el mal funcionamiento de otros (interbancario).

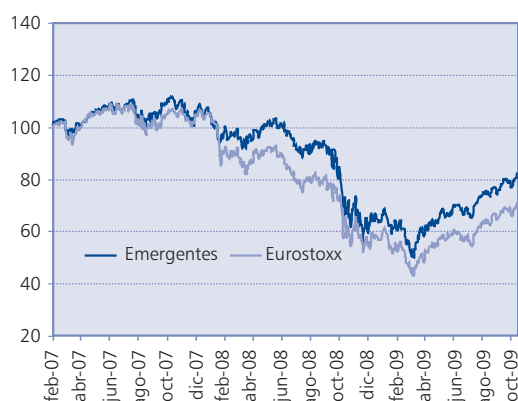
El deterioro para el mundo emergente se hizo muy evidente en el último trimestre de 2008 por varias vías. Primero y fundamental, la aversión al riesgo, medida

a través de distintos indicadores como la volatilidad de los índices bursátiles, se disparó a niveles nunca vistos tras la quiebra de Lehman Brothers, y ante la percepción de que el sistema financiero afrontaba una crisis sistémica que podría arrastrar a la economía mundial a una recesión económica sin precedentes. En este contexto de máximo estrés, los inversores optan por redireccionar los capitales hacia activos refugio, provocando una sequía de capitales en el mundo emergente y las tensiones de los mercados desarrollados se trasladan a los mercados emergentes, donde se produce una escasez de dólares e incluso el cierre de las líneas de crédito con el exterior. Un indicador sintético de tensionamiento financiero construido a partir de la evolución de las principales variables financieras en los mercados emergentes así lo avala (5). A partir de este indicador (gráfico 6) se comprueba que, en general, estos países han afrontado en la crisis actual un grado de estrés comparable incluso al episodio de la crisis asiática de finales de los años noventa (gráfico 7).

A pesar del fuerte impacto inicial cabe mencionar dos aspectos importantes. Por un lado, un elemento diferencial de esta crisis frente a otros episodios es que el deterioro de sus variables financieras ha sido menor, y no mayor, que el observado para las economías desarrolladas. El indicador para el mundo desarrollado se ha multiplicado prácticamente por siete en relación con el episodio de máxima tensión en la última década, mientras que para el mundo emergente este indicador apenas habría superado los máximos alcanzados en la crisis asiática.

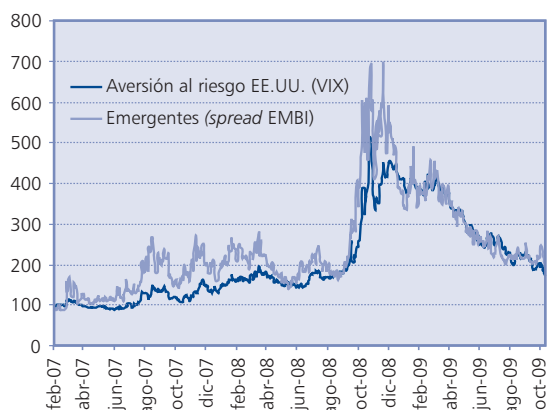
Es más, este hecho lleva a plantearse la pregunta de si las economías emergentes están ahora

GRÁFICO 5
ÍNDICES BURSÁTILES: EMERGENTES VS. EUROSTOXX
ENERO 2007=100



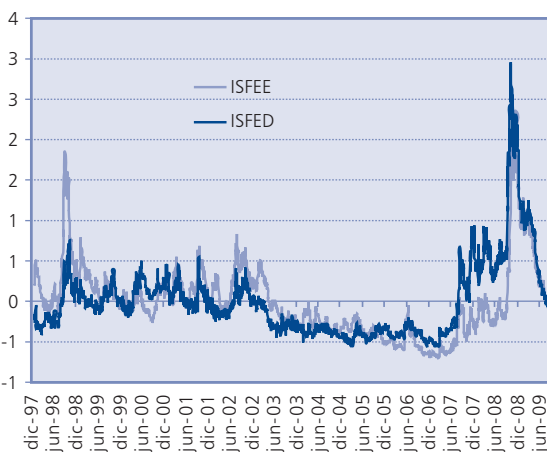
Fuentes: DataStream y Bloomberg.

GRÁFICO 6
ÍNDICE DE RIESGO EN EMERGENTES VS. GLOBAL
 ENERO 2007=100



Fuente: DataStream.

GRÁFICO 7
INDICADORES DE ESTRÉS FINANCIERO BBVA



Fuentes: Bloomberg, Datastream y BBVA.

menos ligadas a lo que pase en los mercados internacionales. Algunos ejercicios econométricos han permitido constatar la existencia de un cambio estructural en la relación entre el índice de estrés global y el de emergentes en los años recientes, a partir de 2003 (6). Esto es, la evidencia empírica apoya la hipótesis de que las variables financieras de los paí-

ses emergentes han experimentado un progresivo proceso de desacoplamiento respecto a los factores financieros globales, reduciendo por tanto su vulnerabilidad ante choques externos.

Por otro lado se aprecia que el choque puramente financiero ha tenido un carácter transitorio. El indicador de estrés ha recupera-

do los niveles previos a la quiebra de Lehman Brothers y también se ha producido en general una reversión de los flujos de capitales hacia las economías emergentes (América Latina es un caso muy claro).

Junto al deterioro de los indicadores financieros, uno de los impactos más directos de la crisis para las economías emergentes ha venido por la escasez de financiación externa, que está pasando factura especialmente a aquellos países con mayores necesidades de financiación (déficit corrientes más abultados). Muy especialmente afectados han sido los flujos de capitales procedentes de la banca extranjera que han experimentado una fuerte ralentización, más la transfronteriza que la operativa local, por lo que los países más dependientes de esta operativa se están viendo más negativamente afectados (gráfico 8).

Los problemas de liquidez también afectaron de forma transitoria a los países emergentes, fundamentalmente a través de la financiación en moneda extranjera. La desaparición de bancos de inversión, principales operadores en la financiación al comercio internacional, propició la sequía de este tipo de flujos de financiación, aunque posteriormente se está estabilizando, aunque a mayor coste. Con todo, en general, el impacto en la oferta de financiación ha sido acotado gracias, como veremos más adelante, a la acción de los bancos centrales y al apoyo de organismos internacionales. Así, el deterioro fue transitorio gracias a la actuación, en muchos casos, de los bancos centrales para proveer de liquidez en dólares al sistema. Este tipo de actuaciones se produjo en buena parte de los países de América Latina y también asiáticos, donde las reservas internacionales y los distin-

GRÁFICO 8
EMERGENTES: ENTRADAS DE FLUJOS DE RENTA VARIABLE M USD



Fuente: EFPR.

CUADRO N.º 1

VARIABLE DEPENDIENTE: RETARDOS DE EXPORTACIONES BILATERALES TRIMESTRALES	1	2
	Sin crisis	Crisis desde 4T08 incluido
PIB exportador	0,218 ***	0,218 ***
PIB importador	0,335 ***	0,321 ***
Crédito exportador	0,236 ***	0,222 ***
Crédito importador	0,239 ***	0,251 ***
PIB exportador - Crisis*		0,027 **
PIB importador - Crisis*		0,011
Crédito exportador - Crisis*		-0,035 ***
Crédito importador - Crisis*		0,002
Efectos fijos por pares de países	SI	SI
Efectos fijos	SI	SI
R2	0,975	0,975
Número de observaciones	40.914	40.914

Nota: ***, **, * la variable explicativa es significativa en 1, 5 ó 10 por 100. SI exportadores e importadores en los últimos 20 trimestres disponibles. La variable dependiente son los valores de las exportaciones bilaterales en Logs. PIB nominal y niveles de crédito específico de cada país.

tos tipos de instrumentos de los bancos centrales actuaron como elemento amortiguador de las presiones. Igualmente, a ello ha contribuido sin lugar a dudas el colchón de liquidez proporcionado por los organismos internacionales, sea el FMI, sean los bancos regionales de desarrollo, e incluso los propios bancos centrales de EE.UU. y la zona euro a través de *swap* de divisas.

Si bien el impacto por el canal financiero cabe calificarlo de moderado, el desplome de la demanda mundial y, por consiguiente, del comercio mundial ha impactado muy negativamente en todo el mundo emergente, especialmente en aquellos países más abiertos (fundamentalmente los asiáticos) y en los exportadores de materias primas (Rusia y América Latina). La caída del comercio

mundial, tanto en términos de flujos como de volúmenes, no ha tenido precedentes, dado que a la propia desaceleración de la demanda mundial se ha sumado la escasez de financiación al comercio (cuadro n.º 1).

Aunque se estima que buena parte del ajuste del comercio está ligada a la caída de la demanda, se puede contrastar empíricamente que el canal del crédito, bien sea por la escasez de financiación o por el aumento del coste de financiación, si no por ambos, también ha jugado un papel importante en el colapso del comercio mundial. Así, a partir de un modelo de gravedad del comercio bilateral para los principales socios comerciales en el comercio mundial, se encuentra que no sólo la variable de demanda, esto es el PIB, aparece como variable explicativa del volumen de comercio, sino también el propio volumen de crédito. Teniendo en cuenta que la caída de los flujos de financiación al comercio afectó de forma más importante a las economías desarrolladas que a las emergentes, se puede decir que el canal financiero ha operado por esta vía de forma muy virulenta para las economías emergentes (gráfico 9).

De nuevo, aquí la información más reciente ya apunta a un freno en la caída de los flujos de financiación, e incluso en algunas regiones emergentes como Asia y América latina los flujos están aumentando o se mantienen estables. El restablecimiento de los flujos de crédito al comercio se está produciendo gracias al papel activo que han jugado las autoridades locales para proveer crédito, el apoyo asimismo de multilaterales y también la menor percepción de riesgo asociada a este tipo de operaciones por parte de los bancos implicados en la financiación. Como consecuencia de

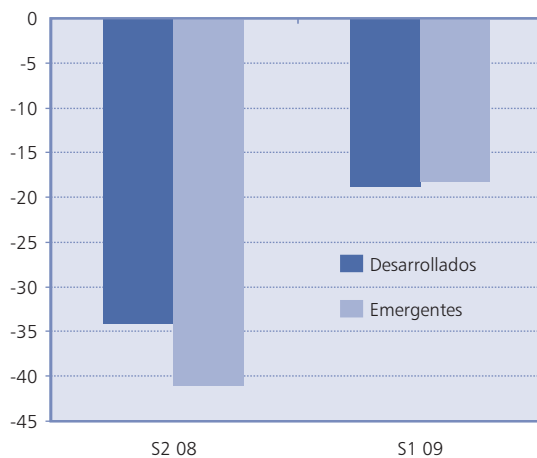
todo ello y de las señales de reactivación de la economía mundial, los flujos comerciales han empezado a recuperarse liderados por las economías emergentes.

Como resultado de todo ello, a finales de 2008 las economías

emergentes iniciaron un fuerte ajuste, alcanzando en algunos casos tasas de doble dígito, que se intensificaron en el primer trimestre de 2009, muy especialmente en los países de Europa emergente. El ajuste cíclico, con todo, ha sido de menor intensidad que el

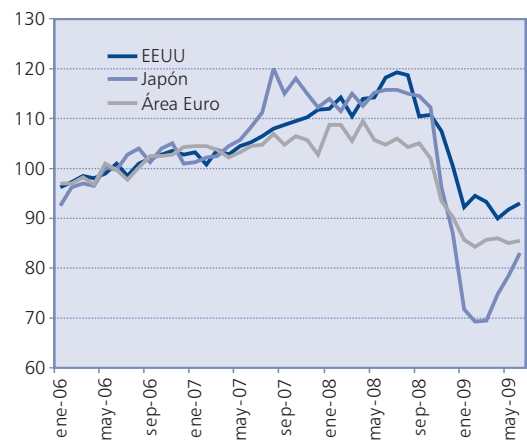
observado en las economías desarrolladas (gráficos 10 y 11). La desaceleración del ritmo de crecimiento del PIB ha sido muy moderada en la región asiática y un número creciente de indicadores muestra que la duración habría sido tan bien muy corta. De hecho,

GRÁFICO 9
FINANCIACIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR
(Porcentaje variación intersemestral)



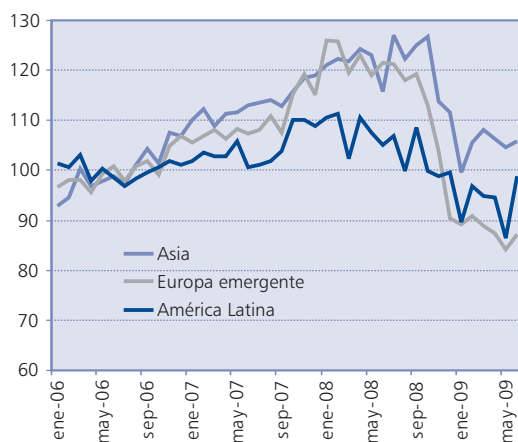
Fuente: Dealogic.

GRÁFICO 10
EXPORTACIONES (VOLUMEN 2006=100)



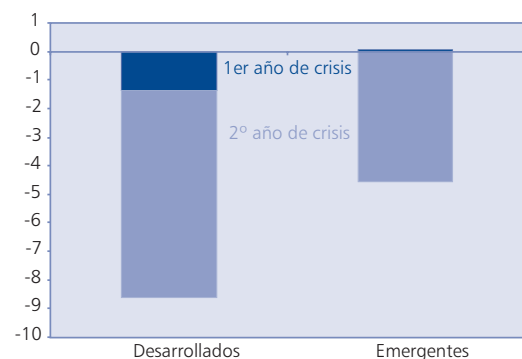
Fuente: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

GRÁFICO 11
EXPORTACIONES (VOLUMEN 2006=100)



Fuente: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

GRÁFICO 12
CAÍDA ACUMULADA DEL PIB EN LA CRISIS ACTUAL:
DESARROLLADOS VS. EMERGENTES

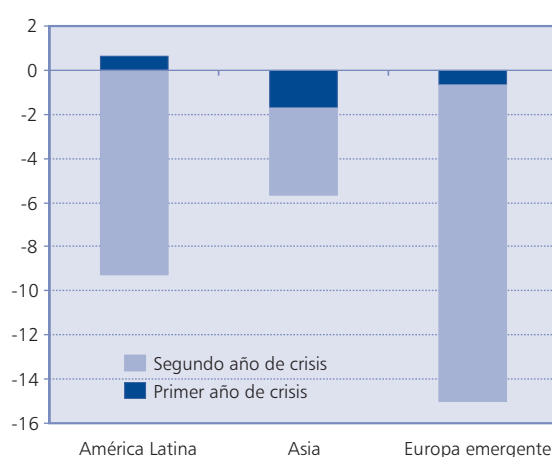


algunas economías de la región técnicamente no habrían experimentado una recesión. En el caso de América Latina, el ajuste ha sido bastante más intenso, aquí al choque real y financiero se ha sumado el choque de materias pri-

mas, que ha sido muy desfavorable para la región. Además, para algunos países en concreto, la estrecha vinculación con EE.UU. ha tenido un impacto diferencial muy negativo. El ajuste sí ha sido especialmente dramático en muchos

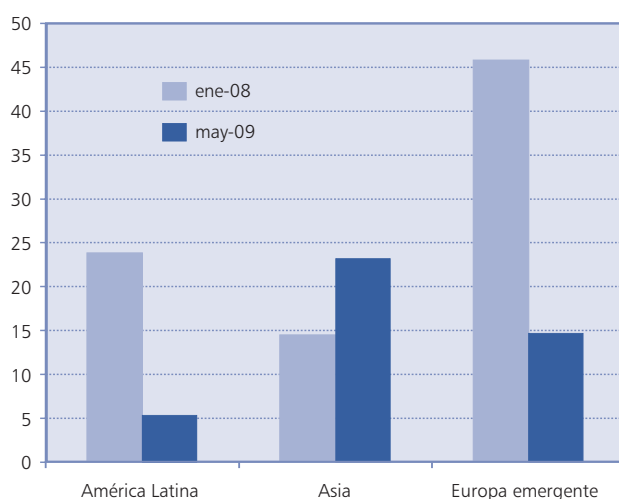
de los países del Este de Europa, en no pocos casos se han observado caídas del PIB de doble dígito (gráficos 12 y 13). Los efectos de la crisis crediticia están siendo muy importantes, especialmente en las economías más pequeñas y con mayores desequilibrios y están asociados también a una ralentización muy importante del crédito (gráfico 14). Así, mientras en Asia, y en concreto en China, las medidas adoptadas están dando lugar incluso a una aceleración del crecimiento del crédito, y en América Latina la ralentización del crédito parece estar tocando fondo, el crédito en muchos países del Europa del Este ha experimentado un fortísimo frenado tras registrar tasas de crecimiento muy elevadas en los años previos a la crisis.

GRÁFICO 13
EVOLUCIÓN DEL PIB TRAS LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL
(Desaceleración del ritmo de crecimiento)



Fuente: BBVA.

GRÁFICO 14
CRÉDITO REAL (PORCENTAJE A/A)



Fuentes: IFS y BBVA.

IV. UNA GESTIÓN ACTIVA DE LA CRISIS

Un aspecto absolutamente novedoso en esta crisis es que un buen número de economías emergentes han tenido margen para intervenir y amortiguar el impacto del choque externo, y lo han utilizado de forma muy profusa. Esta capacidad de gestión, inédita en episodios previos de crisis, está directamente relacionada con una posición de partida muy ventajosa para algunos países en diferentes ámbitos: importante acumulación de reservas y reducción de la deuda pública, ganancia de credibilidad de los bancos centrales en la lucha contra la inflación y tipos de cambio flexibles.

Así, en episodios previos de crisis, los elevados niveles de endeudamiento del sector público no sólo impidieron la adopción de cualquier medida de estímulo para la economía, sino que en muchos casos implicaban que para la resolución de la crisis —por ejemplo, el acceso a financiación

proveniente del FMI— se requerían políticas procíclicas que terminaban agravando la situación. Por otro lado, la existencia de tipos de cambio fijos impedía a los bancos centrales acometer políticas monetarias contracíclicas, pues podían propiciar presiones cambiarias. Igualmente, el nivel de reservas disponible era escaso y, por tanto, los gobiernos poco tenían que hacer ante la escasez de financiación en dólares.

En los últimos años, muchos países emergentes han avanzado en la gestión macroeconómica y en el fortalecimiento de sus instituciones, pero este avance no ha sido generalizado; de ahí que encontremos diferencias muy significativas dentro del mundo emergente. De modo que las condiciones de partida son muy diferentes, y están íntimamente relacionadas con el mapa de riesgos que se estableció previamente. Así, las circunstancias han mejorado sustancialmente para muchos países asiáticos y de América Latina que en la última década se han dotado de un sistema de tipos de cambio flexible, han acumulado un volumen importante de reservas y han reducido sus niveles de endeudamiento externo, y con ello la vulnerabilidad externa; mientras, esto no es cierto para un buen número de países de Europa del Este que mantienen tipos de cambio fijos o cuasi-fijos con el euro y, sobre todo, que han acumulado un nivel de endeudamiento importante. Las opciones de política económica se ven muy constreñidas en estos casos. Esto se traduce en que el margen de las políticas domésticas, e incluso el acceso a financiación externa de multilaterales, es radicalmente diferente para unos y otros países.

¿Cuál ha sido el margen con el que han contado los países en esta crisis y cómo se ha empleado en las distintas regiones emergen-

tes? En materia de política fiscal, las economías emergentes pueden encontrar ciertas restricciones para influir en la demanda agregada a través de políticas fiscales, algunas asociadas a su propia implementación y efectividad y otras directamente asociadas a la dificultad de revertirlas (7). Asia ha marcado una gran diferencia con el resto de países emergentes. En muchos países de la región, especialmente en los de mayor tamaño, como China e India, se han aprobado e implementado muy rápidamente amplios paquetes fiscales cuya efectividad se ha podido comprobar de forma prácticamente inmediata. La aprobación de paquetes fiscales también ha sido un hecho en algunos países de América Latina, donde se produjo una acumulación de excedentes en los años de *boom* económico; éstos han sido los casos fundamentalmente de Chile, Perú y México. En estos países, sin embargo, el tamaño de las medidas ha sido más acotado y, en algunos casos, la implementación y la efectividad han estado alejadas de lo que previamente se estimaba. En Europa emergente también ha habido algunos casos, aunque minoritarios, de implementación de políticas contracíclicas, caso de Turquía, pero que han sido recibidos con mayores reticencias por parte de los mercados y organismos multinacionales como el Fondo Monetario Internacional.

En materia de política monetaria, en general, en el mundo emergente, no se ha procedido a la utilización de medidas cuantitativas, sino fundamentalmente a recortes de tipos de interés. Tanto Asia como América Latina ha implementado un conjunto de medidas que han contribuido a relajar de forma significativa las condiciones monetarias. Bien por un recorte agresivo de tipos de in-

terés, bien por una reducción de los encajes obligatorios, e incluso en algunos casos con la propia inyección de liquidez al sistema por parte de los bancos centrales, se puede decir que el estímulo monetario para amortiguar los efectos de la crisis no ha tenido precedentes en otros episodios de crisis. La flexibilidad de los tipos de cambio ha dotado a estos países de mayor holgura. De hecho, en ausencia de problemas de hoja de balance importantes, la depreciación de los tipos de cambio en este episodio ha contribuido a mitigar los efectos de la crisis, en lugar de a exacerbarlos. Obviamente, la capacidad de gestionar los tipos de interés en una situación de crisis está directamente relacionada con la credibilidad antiinflacionista ganada en los últimos años por muchos bancos centrales.

Los propios niveles de reservas acumulados han permitido a no pocos bancos centrales contarrestar la escasez de financiación en dólares; éste ha sido el caso de varios países de América Latina. E incluso, en algunos de ellos, los gobiernos han implementado medidas para amortiguar la moderación del crédito interior.

Junto a las políticas internas de demanda, estas crisis ha propiciado no sólo una creciente ayuda multilateral y bilateral, sino también la creación de nuevos instrumentos de financiación para economías emergentes. En términos cuantitativos, es especialmente reseñable la ampliación de la dotación de fondos al FMI (hasta triplicarse, según lo acordado en una de las cumbres del G20), pero igualmente importante es la introducción de nuevas modalidades de crédito como la FCL, diseñada para actuar de manera preventiva ante una eventual crisis. La nueva facilidad del Fondo está pensa-

da como una medida preventiva de crisis. De forma que los países elegibles para solicitarla abren una línea de crédito que podría activarse en caso de necesidad por una cuantía importante (hasta cinco veces el importe de su cuota), y que no implica ningún tipo de condicionalidad por parte del FMI. Diseñada como un mecanismo para asegurarse financiación en caso de necesidad, esta medida parece haber conseguido salvar el problema de estigmatización que sufrían los países que acudían al Fondo para buscar recursos financieros, y ha tenido una muy buena acogida. Así parecen haberlo recogido los mercados, que reaccionaron muy favorablemente ante la solicitud de fondos por parte de México, Colombia y Venezuela.

Pero, de nuevo, aquí los fundamentos macroeconómicos establecen una línea divisoria importante, ya que definen qué países son o no elegibles. No todos los países tendrán acceso a esta nueva fórmula de financiación, sino sólo aquellos que vengán teniendo un buen desempe-

ño macroeconómico. Esto significa que aquellos países que no cumplen los requisitos tendrán acceso a financiación del FMI a través de los tradicionales SBA, acuerdos que van asociados a una condicionalidad que generalmente se traduce en la exigencia de implementar medidas de ajuste fiscal serias. Por esta vía han accedido a financiación algunos países de la Europa del Este, que se verán abocados a implementar medidas correctoras de los déficits fiscales fuertes en el corto plazo, para asegurar la sostenibilidad en el medio y largo plazo de las cuentas públicas, pero con un coste muy importante en el corto plazo (cuadro n.º 2).

En el mismo sentido, esta crisis ha propiciado la creación de líneas bilaterales de financiación entre bancos centrales, caso de la creación de líneas *swap* en USD por parte de la Reserva Federal con algunos de los bancos centrales de países emergentes que se entiende que juegan un rol primordial en los mercados emergentes (Brasil, México, Singapur y Corea).

Se puede decir que la combinación de los instrumentos internos y externos ha sido favorable, ya que en muchos casos han conseguido actuar de estabilizadores para las economías emergentes.

V. PERSPECTIVAS PARA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES EN EL NUEVO ENTORNO INTERNACIONAL

En un contexto en el que la economía mundial muestra indicios todavía muy incipientes de recuperación, las perspectivas para las economías desarrolladas no son muy halagüeñas. Se estima que la profundidad y la magnitud de la crisis financiera internacional tendrá como una de sus principales consecuencias una salida muy lenta de la recesión. En el corto plazo, el proceso de desapalancamiento del sistema bancario y la necesaria reducción de los niveles de endeudamiento del sector privado financiero implicarán crecimientos moderados del consumo privado y de la inversión. La recu-

CUADRO N.º 2

FINANCIACIÓN DEL FMI A LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

	STAND-BY AGREEMENTS		FLEXIBLE CREDIT LINE	
	País	Cuantía (M \$)	País	Cuantía (M \$)
	Bosnia	1.520		
Europa emergente	Letonia	2.246	Polonia	20.000
	Hungría	15.557		
	Rumanía	17.000		
	Turquía	(bajo negociación: incierto si la financiación llegará mediante S B A o F C L)		
	Ucrania	16.240		
América Latina	Ninguno		Colombia	10.000
			México	47.000
Asia, excepto China	Ninguno		Ninguno	
Total		52.563		77.000

peración de un ritmo de crecimiento dinámico del crédito al sector privado tardará en restablecerse, toda vez que el ajuste del sector bancario tiene todavía recorrido, ya que el aumento de las tasas de desempleo en las economías occidentales, unido en algunos casos (como Europa) a una elevada persistencia, es previsible que termine dando lugar a un deterioro de la calidad de los activos de la banca. Adicionalmente, en el momento en que se implementen las estrategias de salida, tanto fiscal como monetaria, se plantean dudas sobre la propia sostenibilidad del crecimiento. Esto significa que, en el corto y medio plazo, parece inevitable una reducción de las tasas de crecimiento potencial de las economías occidentales.

Las perspectivas para las economías emergentes son, en general, más favorables, aunque hay importante divergencias. La dinámica de recuperación y la salida de la crisis vendrá fundamentalmente determinada por la fortaleza de los fundamentales y de los propios sistemas bancarios.

Así, la región que arroja mejores perspectivas para los próximos años es Asia emergente, con China a la cabeza. Esta región ha sido una de las menos afectadas por la crisis y está claramente mejor posicionada para recuperar tasas de crecimiento altas (en el entorno del 6,5 por 100 en los próximos tres años). Hay al menos tres elementos que soportan este optimismo. Un primer elemento es que estamos ante una región con unos elevados niveles de ahorro y unos bajos niveles de apalancamiento. Esto es, los agentes privados (y el sector público) no enfrentan un problema de sobreendeudamiento que tengan que corregir. Un segundo elemento es que en la región en general, y en China en particular, no se ha

producido una restricción de crédito, sino más bien todo lo contrario. Las medidas implementadas por las autoridades han tenido un éxito claro en este terreno, e incluso en algunos casos se plantea si podrían haber ido demasiado lejos y habría que volver a políticas más restrictivas en el corto plazo. Adicionalmente, hay un tercer elemento que tiene que ver con la percepción de que algunas de estas economías, incluyendo China, están propiciando cierta rotación en el modelo de crecimiento desde un modelo más basado en las exportaciones a otro con mayor soporte de la demanda interna. En este sentido, los impulsos fiscales aprobados y puestos en marcha podrían propiciar, aunque sea de forma incipiente, un reequilibrio de los motores de crecimiento en estas economías.

América Latina, por su parte, también muestra señales positivas para los próximos años. Las condiciones globales están mejorando de la mano de una recuperación de los precios de las materias primas, al tiempo que los activos financieros se han revalorizado de forma generalizada, las monedas se han apreciado y las primas de riesgo se han reducido a los niveles pre-crisis, y se están produciendo ya entradas de capitales. Por otra parte, el sistema bancario está comenzando a relajar condiciones de crédito y las tasas de mora, aunque están aumentando, se mantienen por debajo de episodios recesivos anteriores. En definitiva, las mejores condiciones externas y el efecto de las políticas expansivas implementadas en casi todos los países llevarán a una recuperación sostenida. Finalmente, aunque las condiciones de los socios comerciales en Estados Unidos, Europa y Japón limitarán la expansión de las exportaciones y el acceso al financiamiento, las crecientes relaciones, no sólo comer-

ciales sino también financieras, con China serán un impulso para estas economías.

Esta visión tan favorable no es aplicable a otras economías emergentes. Tal y como se ha puesto de manifiesto, hay muchos países que han enfrentado esta crisis en una posición de relativa vulnerabilidad, la mayoría de ellos en Europa del Este, y que están ya experimentando recesiones muy intensas. Actualmente están en esta situación, entre otros, los países bálticos, cuyas economías registran caídas de doble dígito y cuyas divisas están experimentando fuertes tensiones que podrían propiciar devaluaciones en el corto plazo. Es evidente que la región del Este de Europa presenta en estos momentos una notable incertidumbre, y no comparte en modo alguno unas perspectivas tan favorables como muchos de los países de América Latina o Asia, por ejemplo. De hecho, un escenario que no se puede descartar para algunos de estos países sería la conocida como «década perdida». Algunas características de estas economías en la actualidad recuerdan las de los países de América Latina o los países asiáticos en los momentos previos a un episodio de crisis: fuerte crecimiento del crédito, tipos de cambio fijos, elevados déficits por cuenta corriente y bajo nivel de reservas. Aunque las dudas pesan fundamentalmente sobre algunas economías, no se descarta que el ajuste de alguna de ellas termine propiciando un efecto contagio en otras, y ese ajuste termine alcanzando una dimensión regional.

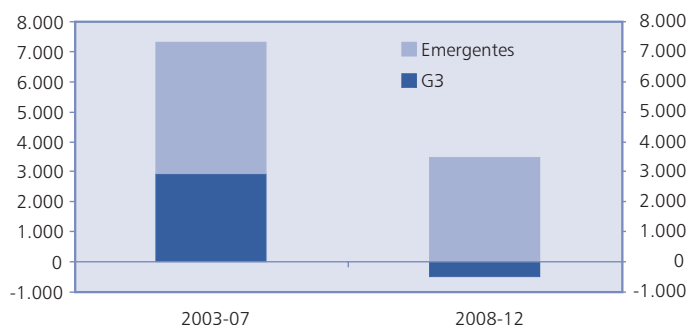
En cualquier caso, los riesgos a la baja para el mundo emergente siguen estando presentes, al igual que en las economías occidentales. Por un lado, no hay que olvidar que muchas de las economías emergentes son altamente

dependientes del comercio internacional, y actualmente las dudas sobre la recuperación del comercio mundial imponen un sesgo a la baja en la previsión de crecimiento. En el medio plazo, algunas de las principales economías, especialmente asiáticas convergerán hacia un modelo de crecimiento más basado en la demanda interna, más consumo en China, dadas las bajas ratios de consumo sobre PIB, y más inversión en el resto de Asia, dados los bajos niveles de urbanización (gráficos 15 y 16). No obstante, este proceso llevará un tiempo, y por ello la reactivación del comercio mundial sigue siendo un elemento importante para soportar el crecimiento de estas economías. En este sentido, empieza a acumularse evidencia de que no se ha producido un escenario de fuerte aumento del proteccionismo comercial, y sí que se empieza a percibir una recuperación de los flujos comerciales, liderados por los emergentes. Por otro lado, en algunos países con una fuerte expansión monetaria, como China, existe la posibilidad de que se estén gestando burbujas en determinado tipo de activos, o potenciales problemas para el sistema bancario, por un posible aumento de las tasas de mora. El riesgo aquí, aunque existente, parece acotado. Por último, un elemento más de fondo tiene que ver con el interrogante de si la crisis podría provocar una reversión o freno del proceso de internacionalización de la banca, bien porque los bancos emisores pudieran retirarse de los mercados emergentes, en un intento de consolidación de sus operaciones en su *core market*, o porque los países receptores (emergentes) pudieran imponer restricciones a la permanencia y operativa de la banca extranjera. De momento, dentro del mundo emergente no se están observando cambios regula-

torios que discriminen en contra de la banca extranjera, es más, incluso en algunos países asiáticos se está avanzando hacia una mayor liberalización. Esto es, a pesar de estar ante una crisis sin precedentes que afecta al sistema financiero internacional, no se han producido reacciones drásticas en lo relativo al papel de la banca extranjera en el mundo emergente.

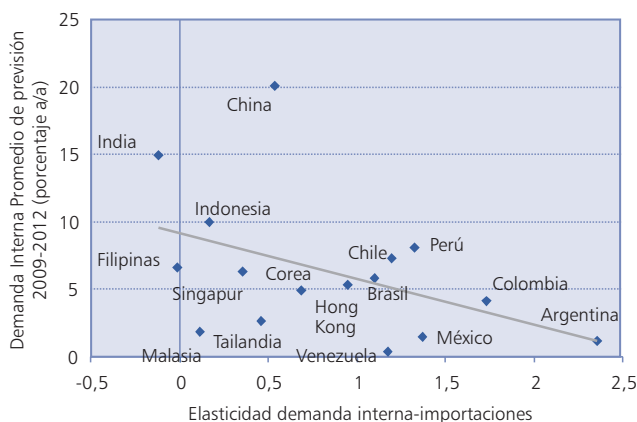
Dicho esto, y a la vista del dinamismo de las economías emergentes para los próximos años, se puede plantear la cuestión de si esto será suficiente para compensar el bajo crecimiento del mundo desarrollado. La respuesta a esta pregunta es negativa. Las estimaciones apuntan a que, a pesar de que Asia podría crecer en el entorno del 6 por 100 en los próximos años, y América Latina

GRÁFICO 15
CAMBIO EN LA DEMANDA (*)
(Miles de millones de dólares, precios 2008)



(*): Consumo Privado + Inversión bruta.
Fuente: Estimación propia, Servicio de Estudios BBVA.

GRÁFICO 16
ECONOMÍAS EMERGENTES: DEMANDA INTERNA (PORCENTAJE A/A) VS. ELASTICIDAD DEMANDA INTERNA-IMPORTACIONES



Fuente: Estimación propia, Servicio de Estudios BBVA.

en el entorno del 4 por 100, ello no será suficiente para compensar la baja demanda de EE.UU. o Europa. En los próximos años, los componentes de la demanda interna en las economías occidentales, la inversión, y especialmente el consumo privado, crecerán a tasas mucho más moderadas que en recuperaciones anteriores, como resultado del proceso de desapalancamiento que se enfrenta. Es más, hay una incertidumbre fuerte asociada a si la demanda privada conseguirá ganar tracción en el momento en que se retire el estímulo fiscal. El mundo emergente, liderado como hemos visto por Asia, recuperará mayores tasas de crecimiento, pero, en cualquier caso, inferiores a los de los años precedentes. Incluso considerando que estas economías van a vascular hacia un modelo de crecimiento más apoyado en la demanda interna, su capacidad para tirar de las economías desarrolladas por el canal comercial es muy limitada, dado que se estima que la elasticidad de sus importaciones es muy baja.

Lo que sí parece más plausible es que, en términos comparativos, se podría decir que la crisis podría propiciar una aceleración del proceso de convergencia de las economías emergentes, y no sólo en términos de crecimiento, sino también en relación con su percepción de riesgo.

VI. CONCLUSIONES

En este artículo, se ha revisado el posicionamiento del mundo emergente ante una crisis financiera internacional sin precedentes y ante su impacto. Una primera lección que se extrae de esta crisis es que en esta ocasión el mundo emergente, en general, ha demostrado estar mejor preparado. Si bien es cierto que la acu-

mulación de choques y su duración en el tiempo ha terminado impactado negativamente a prácticamente todas las economías, sobre todo por la potencia del canal real, también es cierto que el impacto del canal financiero ha tenido un carácter más transitorio y menos dañino. La segunda lección es que los fundamentales cuentan. Tal y como se ha podido confirmar a partir de distinto tipo de indicadores, el grado de heterogeneidad de los distintos países emergentes al inicio de esta crisis era muy alto. Al tiempo, se está comprobando que el grado de ajuste de las economías está muy correlacionado con esa posición de partida (desequilibrios, margen de acción de las políticas y fortalezas de los sistemas financieros). Es más, es previsible que las dinámicas de salida de la crisis también estén relacionadas con esto, y por tanto se puede decir que de esta crisis surgirán ganadores y perdedores dentro del propio mundo emergente. La tercera lección es que el mundo emergente escala posiciones en el entorno internacional frente al mundo desarrollado. La crisis está pasando factura a las economías occidentales no sólo en términos de crecimiento, sino también de credibilidad, al tiempo que algunas de las principales economías emergentes saldrían fortalecidas, lo que les estaría empujando a reivindicar mayor protagonismo en la escena internacional.

NOTAS

(1) Construido tomando como referencia el índice propuesto por HAWKINS y KLAU (2000), este índice trata de sintetizar la información considerada relevante a la hora de determinar el grado de vulnerabilidad de una economía. En la selección de las variables se han tomado en cuenta las conclusiones obtenidas por la literatura sobre *early warning indicators*: saldo por cuenta corriente (porcentaje del PIB), crecimiento de las exportaciones, deuda externa (en porcentaje del PIB y su crecimiento) y deuda a corto plazo en porcentaje de las reservas. En cuanto a la cobertura por países, el indica-

dor se calcula para un total de 27 países del Este de Europa, Asia y América Latina. A partir de los indicadores individuales por países, se obtienen indicadores agregados regionales utilizando los pesos del PIB en PPA. El indicador se normaliza de forma que alcance valores entre -10 y +10, de forma que a mayor valor del índice mayor grado de vulnerabilidad. Ver más detalle, Servicio de Estudios BBVA (2008).

(2) Esto se puede comprobar a partir de cualquiera de los indicadores de desarrollo financiero comparables, tales como peso del crédito en las economías, capitalización bursátil, profundidad de los mercados de renta fija... Véase WEO, octubre 2009, y FMI (2009a).

(3) Declaración de Viena, firmada por bancos privados de Austria, Italia, Alemania, Holanda, Grecia y Francia, renovando su compromiso de mantener la financiación a las filiales establecidas en Hungría, Rumanía, Serbia y Bosnia.

(4) Este problema podría desencadenarse en Lituania, ante la creciente probabilidad de que el Gobierno apoye una devaluación de la divisa, y no se descarta que generase un efecto contagio en otros países de la región.

(5) Este indicador se obtiene aplicando un análisis de componentes principales (ACP) sobre las variables: riesgo país (aproximado a partir del *Spread* EMBI), volatilidad del tipo de cambio y aversión global al riesgo (aproximado con el índice VIX, volatilidad del índice S&P). Esta metodología permite identificar las posibles variables latentes, o no observadas que subyacen a las tensiones en los mercados financieros emergentes y reducir toda esta información a una combinación lineal de todas las variables.

(6) A partir de la especificación de modelo espacio-estado, donde se incluyen como variables explicativas rezagos de los índices de estrés financiero de las economías emergentes y desarrolladas y el indicador de estrés global, se obtiene que el coeficiente que mide la respuesta de los emergentes a factores globales tiene una trayectoria descendente. A partir de aquí se contrasta un test de cambio estructural en 2003. Véase, para mayor detalle, Servicio de Estudios BBVA (2009). http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/ELATI_0906_Latinwatch_25_tcm346-197872.pdf

(7) La evidencia empírica demuestra que la efectividad de la política fiscal es menor en las economías emergentes que en las economías desarrolladas, (FMI, 2009b).

BIBLIOGRAFÍA

- FMI (2009a), *Global Financial Stability Report*, octubre, anexo estadístico.
- (2009b), «IMF Staff position note: Coping with the crisis».
- GARCÍA HERRERO, A., y MARTÍNEZ-PERÍA, S. (2007), «The mix of international banks'

<p>foreign claims: determinants and implications for financial stability», Banco de España, <i>Documento de Trabajo</i> 0525.</p>	<p>HAWKINS, J., y M. KLAU (2000), «Measuring potential vulnerabilities in emerging market economies», <i>BIS Working Papers</i>, número 91.</p>	<p>SERVICIO DE ESTUDIOS BBVA (2008), <i>Latin Watch</i>, segundo semestre. — (2009), <i>Latin Watch</i>, primer semestre.</p>
---	---	--

COLABORACIONES

III.
**LECCIONES PARA LA SUPERVISIÓN
Y LA REGULACIÓN FINANCIERA**

Resumen

Las causas de la crisis financiera que comenzó en 2007 son muchas y variadas. En este estudio se apunta a los principales culpables o responsables de la crisis en Norteamérica y se enumeran sus principales faltas. Entre ellos se encuentran bancos, cajas de ahorros, agencias de calificación crediticia, ingenieros financieros, Gobierno, inversores, tomadores de créditos hipotecarios, agentes del crédito y reguladores cautelares de la banca. Entre sus numerosos pecados, destaca la deficitaria actuación de los reguladores prudenciales a la hora de ejecutar las normas aplicables. Es necesario plantearse que la prevención de nuevas crisis precisa del desarrollo de mejores incentivos para motivar a los reguladores a que sean más fieles al contenido y al espíritu de las respectivas regulaciones.

Palabras clave: crisis financiera, causas, regulación, incentivos.

Abstract

The causes of the financial crisis of 2007-0X are many and varied. This paper identifies the major culprits or sinners of the U.S. crisis and enumerates their more important sins. The culprits include central bankers, commercial bankers, credit rating agencies, financial engineers, the government, investors, mortgage borrowers, mortgage brokers, and prudential bank regulators. Among the numerous sins committed by these sinners, the poor performance of the prudential regulators in adequately enforcing the in-place rules is of particular interest. It follows that prevention of future crisis requires the development of better incentives to motivate the regulators to be more faithful to the letter and spirit of the regulations.

Key words: financial crisis, causes, regulation, incentives.

JEL classification: G00, G18, G28.

LA CRISIS FINANCIERA DE 2007-0X: PECADOS Y PECADORES

George G. KAUFMAN (*)

Loyola University, Chicago

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que comenzó en el verano de 2007 en el mercado hipotecario de alto riesgo de los Estados Unidos y se extendió rápidamente a otros sectores financieros, y por todo el mundo, es probablemente la más grave desde la Gran Depresión de principios de la década de 1930, de consecuencias igualmente adversas para las economías nacionales y globales. La magnitud y profundidad de las perturbaciones en términos del costoso fracaso de muchos grandes bancos e instituciones del sector, y sus consiguientes disminuciones del bienestar general, han intensificado la búsqueda de estrategias de políticas públicas destinadas a mitigar y minimizar el coste de que se produzcan crisis parecidas en el futuro.

Pero el diseño y la puesta en vigor de políticas públicas correctivas apropiadas exigen de la correcta identificación y comprensión de las causas en las que se enraiza el problema de la crisis, y de los medios por los que se ha transmitido. Por decirlo en términos más sencillos, es preciso dar con lo que no funcionó. A partir de los análisis disponibles en torno a las causas de la crisis y de su crecimiento, este estudio identifica a los principales culpables o responsables en el caso de los Estados Unidos y los mayores pecados que estos han cometido. Aunque el presente estudio se centra en el caso de los Estados Unidos, dado que la crisis ha sido un hecho a escala mundial, muchos de estos culpables cuentan con ho-

mólogos en el extranjero. Por eso, este análisis puede ser aplicado en gran medida a otros países.

La crisis de los Estados Unidos y del resto del mundo tuvo como desencadenante el fin de la burbuja del precio de la vivienda en los Estados Unidos, iniciada en 2006. Si no hubiera habido una burbuja inmobiliaria, probablemente la crisis no hubiera sido tan severa. El primer indicio del problema fue la quiebra en el verano de 2007 de dos bancos alemanes de mediana envergadura y algunos *hedge funds* estadounidenses y franceses relativamente pequeños, debida a sus inversiones en hipotecas de baja calidad titulizadas en los Estados Unidos. Pero, tan solo poco tiempo después, se produjo la primera retirada masiva de efectivo visible en el Reino Unido desde hacía más de 100 años, sufrida por la entidad especializada en hipotecas Northern Rock Bank, que se había visto debilitada por préstamos hipotecarios morosos y su excesiva confianza en la financiación mayorista a corto plazo. La retirada se manifestó con largas colas en las ventanillas del banco, de las que se hizo amplio eco en los medios de comunicación británicos y que llamaron la atención del público sobre la aparente fragilidad del sistema financiero británico. La crisis había sido declarada y avanzaba sin vacilación (1).

II. LOS CULPABLES NORTEAMERICANOS

Las depresiones o las crisis ponen al descubierto los defectos

que llevaban posiblemente existiendo desde hace mucho tiempo, aunque disimulados u ocultos en tiempos de bonanza o de *boom* económico, en los que los precios de los activos se veían incrementados y pocos o ninguno de los inversores de estos proyectos efectuaban retiradas. Es con las tentativas de retirada de los activos cuando el *boom* llega a su fin, lo que suele dejar al descubierto a los culpables (2). Como ha observado el exitoso inversor Warren Buffet, «sólo cuando baja la marea se da uno cuenta de quién ha estado nadando desnudo». Los abusos continúan acumulándose durante los sucesivos *booms* hasta que el último es tan grande que se rompe el cántaro de la lechera. En 2007, la gota que colmó el vaso fue la explosión de la burbuja del mercado inmobiliario en los Estados Unidos. La lista de culpables que contribuyeron a la crisis es larga, y los responsables pertenecen a toda una variedad de sectores, tanto públicos como privados. Hubo fallos tanto de mercado como de regulación. En palabras del viejo héroe del cómic estadounidense *Pogo*, «hemos descubierto al enemigo, y somos nosotros».

La crisis de 2007-2009 fue el resultado de una tormenta perfecta. Si alguno de sus responsables no hubiese contribuido a la misma, la severidad de la inestabilidad hubiese sido considerablemente menor (3). La lista de culpables incluye:

- Los bancos centrales (política monetaria).
- La banca comercial (primer y último prestamista).
- Las agencias de calificación crediticia.
- Los ingenieros financieros.

- El gobierno (el Congreso y la Administración).

- Los inversores (prestamistas finales).

- Los tomadores de créditos hipotecarios.

- Los agentes hipotecarios (vendedores).

- Los reguladores prudenciales de la banca.

Algunos de sus principales errores se catalogan y describen a partir del siguiente epígrafe.

1. Los bancos centrales

La Reserva Federal parece haber mantenido los tipos de interés a corto plazo demasiado bajos durante mucho tiempo a principios de la década de 2000, tras el fin de la recesión de 2001. Es probable que este hecho haya impulsado el incremento de los precios de la vivienda en todo el país, y fomentado el apalancamiento corporativo y de las economías domésticas, en particular a través de los bancos de inversión y los tomadores de crédito hipotecario comercial y residencial (4). Además, parece que la Reserva Federal no ha demostrado haber sido lo suficientemente sensible ante el impacto adverso de una posible explosión de la burbuja inmobiliaria sobre el sistema bancario y la macroeconomía. Tampoco parece haber demostrado suficiente sensibilidad ante la magnitud total de las extracciones previas del patrimonio neto de las hipotecas residenciales, efectuadas por las familias presatarias al refinanciarse a unos tipos de interés más bajos, sobre el consumo agregado actual y futuro, y ante el riesgo de las actividades de préstamo. Irónicamente, si

bien la Reserva Federal se constituyó en 1913 con el principal objetivo de alcanzar la estabilidad financiera, parece que en los últimos años el objetivo se ha visto reducido a la consecución de la estabilidad monetaria.

2. La banca comercial

Los bancos operaban con un capital, medido correctamente, considerablemente bajo (apalancamiento excesivo) para su escala de operaciones y los riesgos que asumían. De manera incremental, sentaron sus bases para la creación de préstamos hipotecarios residenciales en los continuos y previstos incrementos en el precio de la vivienda, en lugar de la capacidad del comprador de la vivienda para satisfacer los pagos mensuales a partir de su renta disponible. Las hipotecas inmobiliarias adquirieron más tintes de préstamos respaldados por activos que de préstamos respaldados por la renta.

Los bancos emprendieron la concesión del crédito bajo un análisis deficitario e insuficiente de sus tomadores de hipotecas, y externalizaron gran parte del análisis crediticio de los complejos instrumentos hipotecarios titulizados contratando los servicios de empresas de calificación crediticia en los mercados de capitales. Los bancos introdujeron modelos de compensación destinados a un amplio sector de sus empleados que se basaban principalmente en la producción de préstamos, en lugar del cobro de estos, y en la rentabilidad de los préstamos tan a corto plazo que no daba tiempo a que se produjeran impagos. Estos modelos fomentaron la excesiva asunción del riesgo en muchos niveles de la organización. Los altos ejecutivos rara vez tuvieron a su alcance los controles oportunos para evaluar los incen-

tivos al riesgo que estos modelos de compensación fomentaron tanto en su nivel, como en niveles inferiores de la organización.

Los bancos también tendieron a mantener en sus propias carteras, principalmente, los tramos *senior* de calificación AAA de las complejas titulaciones hipotecarias, como era el caso de las obligaciones de deuda colateralizada (CDO) que empaquetaron y vendieron (sobre lo que se hablará más adelante), en lugar de tramos *junior*, de calificación inferior. Estos habrían precisado una mayor supervisión, y podrían haber proporcionado señales anticipadas del problema.

Los bancos crearon gran parte de las restantes CDO, si bien lo hicieron a través de entidades fuera de balance, como los vehículos de inversión estructurada (SIV), con los que pretendían reducir la exposición al riesgo prevista para los bancos y el uso de capital. Los bancos vendieron corrientes de flujos de caja mancomunados, pertenecientes a sus hipotecas mayoristas a largo plazo, o sus títulos hipotecarios a los SIV, que los financiaron mediante créditos a corto plazo y los transformaron en titulaciones de tramo múltiple a largo plazo. El préstamo se saldaría cuando se vendiesen las CDO. Sin embargo, ante cualquier señal de preocupación sobre el valor de las CDO antes de su venta, las entidades de crédito pueden precipitarse sobre los SIV y forzar pérdidas de la venta de activos a muy bajo precio (*fire-sale*). Además, como los nombres de los bancos que originaban las CDO estaban asociados a las mismas, habitualmente hubo muchos acuerdos implícitos en el sentido de que, para minimizar su riesgo reputacional, los bancos recomprarían, reintegrando en sus propios estados financie-

ros las CDO con problemas de crédito, ya fuera mientras aguardasen su venta en los SIV o, de manera ocasional, después de su venta a los inversores.

Tanto en la recopilación de los datos referentes al volumen de las CDO y valores similares como en la supervisión del cálculo de la exposición al riesgo de los bancos, los reguladores no consiguieron reconocer el pasivo contingente de los bancos, como tampoco llegaron a incluir del todo las obligaciones de los SIV. Por eso, infravaloraron ampliamente tanto la dimensión del mercado de las CDO como la exposición al riesgo de los bancos. Las CDO y las titulaciones derivadas similares por tramos no sólo eran muy complejas y opacas, sino que además eran nuevas para el mercado, por lo que conllevaban un riesgo por la innovación, como sucede con cualquier producto nuevo, además de otros riesgos más habituales y comprensibles. Esto aumentaba el riesgo total para los bancos y otros inversores, y la probabilidad de «colisión» de las titulaciones, con mayor certeza que aquellos antiguos valores, más conocidos, hasta que sus características fuesen mejor comprendidas.

3. Las agencias de calificación crediticia

Las agencias de calificación crediticia llevaron a cabo análisis incompletos del crédito de los nuevos productos hipotecarios titulizados complejos, como las CDO, particularmente con respecto a las pérdidas estimadas en caso de impago. En su evaluación, las agencias básicamente suponían que no se produciría ningún estallido de la burbuja de los precios de la propiedad inmobiliaria, ya que, en la memoria reciente, no se había producido ningún

descenso acusado de los precios. Por eso, fallaron a la hora de incluir en sus simulaciones de prueba los valores extremos o valores de cola. Mientras que los precios de la vivienda siguieran subiendo, se daría por supuesto que las viviendas que se cerrasen y vendieran dada su morosidad lo harían con el mínimo de pérdidas, si acaso las hubiese, y las calificaciones crediticias de los nuevos valores se asignarían en consecuencia. Aunque las agencias parecían haber sido razonablemente correctas en sus estimaciones sobre la probabilidad de los casos de impago, cuando la burbuja estalló, las pérdidas por morosidad fueron significativamente mayores de lo que se había anticipado y supuesto en las calificaciones. Los tramos de calificación superior dentro de los valores multitramo de las CDO, que recibieron las primeras inyecciones de flujo de caja a partir de sus hipotecas subyacentes, se vieron rebajados, en muchos casos varios puntos por debajo de una vez, mientras que los tramos *junior*, que recibieron los últimos flujos de caja y amortiguaron a los tramos de calificación superior, se quedaron de repente sin valor a medida que crecía la morosidad y disminuía la liquidez total que recibían.

Las agencias tampoco supieron dedicar la atención suficiente, o se negaron en su conjunto, a explicarle a los usuarios de la calificación que la letra que se asignaba era algo relativo dentro de una determinada clase de valores, y no entre todas las clases de valores. Una CDO de calificación triple A no presenta la misma calidad crediticia que un bono corporativo AAA, que a su vez no es lo mismo que un bono público AAA. Dado que la comisión cobrada por la calificación la paga el emisor, es este el que puede influir en la calificación

obtenida, amenazando con utilizar otra agencia, o ninguna, si la calificación que la agencia le asignase fuese demasiado baja. Como se explicará más adelante, las agencias pueden verse presionadas a subir sus calificaciones para que algunos inversores, a los que la ley o la regulación pertinente les limita el acceso sólo a titulizaciones con calificaciones más altas, como son los fondos del mercado monetario, tengan a su disposición más titulizaciones en las que invertir.

4. Los ingenieros financieros

Los bancos contrataban ingenieros financieros, que en su mayoría presentaban mayores conocimientos en relación a las habilidades cuantitativas que a las finanzas, tanto para cuantificar las exposiciones al riesgo de las instituciones como para desarrollar nuevas titulizaciones. Los modelos y los valores que desarrollaban podían ser posibles básicamente a causa del crecimiento exponencial de la tecnología informática y de telecomunicaciones, que permitía el almacenamiento, el rápido procesamiento y la veloz transmisión de ingentes bases de datos. Este hecho estimuló el desarrollo de modelos y valores más complejos que aquellos que los participantes en el mercado habían experimentado hasta el momento, e introdujo un riesgo importante por innovación. La complejidad de los modelos de riesgo desarrollados rebasó incluso la capacidad de los ejecutivos financieros *senior* para comprender con profundidad y apreciar en su totalidad la exposición al riesgo de su propia institución (riesgo de la caja negra). Del mismo modo, muchos de los valores innovados, en particular las titulizaciones derivadas, eran muy opacos, altamente comple-

jos y extremadamente apalancados, además de encontrarse fuera del alcance de la comprensión de muchos banqueros e inversores. Por ejemplo, se ha estimado que una sola CDO hipotecaria podía agrupar hasta a 750.000 hipotecas mayoristas individuales, ocupando la documentación referente unas 30.000 páginas (Haldane, 2009).

Pero estos valores pudieron hacerse aún más complejos. Los tramos de muchas CDO diferentes pudieron combinarse en una nueva CDO. Scott y Taylor describen un ejemplo como éste: una CDO de mil millones de dólares creada por un gran banco en 2005.

Tenía 173 inversiones en tramos emitidos por otras carteras: 130 CDO, y también 43 CLO compuestas cada una por centenares de préstamos corporativos. Emitió 975 millones de dólares de cuatro tramos AAA y tres tramos subordinados de 55 millones. Dos de las 173 inversiones mantenidas por esta CDO eran en tramos procedentes de otra CDO de mil millones de dólares (creada por otro banco con anterioridad en 2005) que se componía principalmente de 155 tramos MBS y 40 CDO. Dos de estos 155 tramos MBS procedían de una RMBS de mil millones de dólares creada en 2004 por un gran banco de inversión, compuesta por casi 7.000 préstamos hipotecarios (90 por 100 de alto riesgo, *subprime*). Esa RMBS emitió 865 millones de dólares en valores de deuda (*notes*) AAA, de los que casi la mitad fueron adquiridos por Fannie Mae y Freddie Mac, y el resto por una diversidad de bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones y gestores monetarios (Scott y Taylor, 2009).

Finalmente, los ingenieros no fueron capaces de darse cuenta de que la información, en espe-

cial la denominada información blanda, no fluye bien a través de la cadena de titulizaciones conectadas desde su origen hasta los inversores últimos. Parte de ella se pierde o se transforma en el trayecto. Por eso, la calidad de la información puede sufrir una mayor variación, tanto de unos valores a otros con las mismas características de base, como de unos inversores individuales a otros, que en lo que respecta a valores más sencillos. Por todas las razones mencionadas, los problemas de información asimétrica adquieren mayor gravedad. La incertidumbre provoca que sea difícil fijar el precio de estas titulizaciones con precisión. Los márgenes de los intermediarios llegan a ser extraordinariamente amplios, lo que desanima al comercio y disminuye la liquidez en estos mercados.

5. El gobierno

El gobierno federal, tanto el Congreso como la Administración, promovió de forma activa la propiedad de la vivienda, sobre todo en el caso de las economías minoritarias y de renta baja. En este proceso estimuló, y a veces exigió, a los prestamistas hipotecarios que proporcionasen créditos a tomadores minoritarios y de renta baja de alto riesgo, casi siempre a unos tipos de interés de mercado por debajo de los de la clase de riesgo del tomador en cuestión. Esta forma de conceder créditos no era sostenible en términos de rentabilidad, y condujo, en última instancia, al deceso de las dos grandes agencias de financiación inmobiliaria semipúblicas: Fannie Mae y Freddie Mac, con un coste elevadísimo para el contribuyente. El gobierno también fomentó la utilización de la opción de un pago inicial bajo, efectuado la mayor parte de las veces a través de agencias públicas, como la Administra-

ción Federal de la Vivienda (FHA). Estas hipotecas altamente apalancadas obtuvieron una rentabilidad muy baja, y muchas veces acabaron en situación de morosidad en cuanto el tomador sufría alguna dificultad económica.

6. Los inversores

Los inversores (el lado comprador) son los últimos prestamistas (5). Muchos inversores no supieron evaluar correctamente el crédito, ni tomar las diligencias oportunas con las complejas titulizaciones hipotecarias que adquirieron. Hacerlo les hubiera exigido más conocimientos financieros y más formación de la que la mayoría de los inversores individuales, e incluso alguno institucional, poseían. Como ya se ha dicho anteriormente, las CDO hipotecarias solían basarse en un gran número de hipotecas individuales cuya documentación abarcaba miles de páginas y que, algunas veces, incorporaban créditos no hipotecarios. Un análisis crediticio adecuado hubiera exigido más tiempo del que muchos inversores estaban acostumbrados a dedicar a esta tarea. Como consecuencia de ello, externalizaron la mayor parte del análisis de los créditos a las agencias de calificación, que, como ya se ha mencionado anteriormente, no supieron aportar la suficiente atención y exactitud en sus análisis, siguiendo su tónica habitual. Además, como muchos de estos complejos valores eran nuevos, opacos y no resultaban ser muy comprensibles, incurrieron en el riesgo por innovación que acompaña a la mayoría de los nuevos productos, ya sean automóviles, aviones, motores de vapor o una emisión original de bonos corporativos *subprime*. Los últimos fueron los bonos hipotecarios corporativos de alto riesgo de los años 1980, y sufrieron casi por igual de una baja rentabilidad inmediatamente tras

su introducción. Pero ahora, unos veinte años más tarde, los bonos *subprime* son una parte aceptada del mercado de bonos corporativos y representan aproximadamente el 20 por 100 del conjunto global del mercado.

Muchos inversores se vieron atrapados en la euforia de la burbuja inmobiliaria y el estado de bienestar de la economía, y no cargaron primas de riesgo más realistas a las titulizaciones que adquirieron. Eran ligeramente superiores que las de los valores del Tesoro. En este entorno de primas bajas, asumiendo que las calificaciones del crédito se establecían según las clases de titulizaciones, algunos inversores consiguieron titulizaciones que ofrecían unos márgenes más altos que otras de calificación similar. Muchas de ellas eran titulizaciones derivadas, más complejas, recientemente introducidas. Los mayores márgenes de mercado reflejaron unas mayores estimaciones del riesgo de los mercados. Cuando estalló la crisis, estos inversores sufrieron unas pérdidas considerables. Finalmente, como se observaba anteriormente, algunos inversores se encuentran limitados por la ley o la regulación referente a ciertos tipos de valores, como los bonos «seguros» calculados según hayan sido valorados como el mejor o el segundo mejor de las calificaciones crediticias. Para aumentar la cantidad de bonos disponibles, algunos de estos inversores ejercieron presiones sobre las agencias de calificación para que elevasen las titulizaciones dentro del margen de las calificaciones permisibles.

7. Los tomadores de créditos hipotecarios

Durante el periodo de la burbuja, más y más prestatarios solicitaron créditos basándose en los incrementos anticipados de los

precios de la vivienda residencial, en lugar de considerar sus ingresos corrientes, e incluso en hipotecas que permitiesen la amortización y/o el pago diferido de intereses. Cuando la burbuja estalló y bajaron los precios de la vivienda, la mayoría de estos préstamos se convirtieron en morosos. Los tomadores no podían atender a los pagos, o no querían hacerlo, sobre todo porque el precio que estaban pagando por el crédito estaba por encima del precio de la vivienda. Algunos de ellos llegaron incluso a distorsionar la información sobre sus ingresos y su situación laboral, especialmente en el caso de los préstamos sin documentación o con documentación mínima, confiados en que los precios de la vivienda seguirían subiendo reportándoles una ganancia, y con la completa seguridad de que no podrían atender por mucho tiempo a los pagos mensuales solamente con sus ingresos actuales o futuros. En ocasiones, esto pudo haber sido interpretado como un fraude por parte del tomador del crédito. La especulación en la financiación de las hipotecas aumentaba.

Muchos prestatarios refinanciaron sus créditos hipotecarios actuales a un tipo de interés más bajo, resultado de la ampliación de las facilidades de la política monetaria extendida por la Reserva Federal. Pero, al mismo tiempo, tomaron grandes cantidades de crédito refinanciando los incrementos del valor patrimonial de sus viviendas desde el momento en que fue originada la hipoteca en vigor. Como consecuencia de ello, sus pagos mensuales se incrementaron. Esta práctica no hizo sino aumentar el apalancamiento y el riesgo de sus hipotecas.

Las hipotecas, incluso las denominadas *plain vanilla* (las más corrientes) de tipo fijo a largo plazo, son complejos instrumentos

financieros que incorporan, por ejemplo, opciones de compra en forma de disposiciones de pago anticipado, que resultan difíciles de comprender por el prestatario de a pie. La complejidad se incrementa también con otras características, como las hipotecas de tipo variable, hipotecas del tipo *set-up*, las hipotecas de interés único y las hipotecas con opción de pago. Pocos tomadores comprendieron estos contratos, y muchos se desengañaron al ver que no llegaban los resultados favorables prometidos. No repararon en el dicho de que «si algo es demasiado bueno para ser cierto, es que probablemente no lo es».

8. Los agentes hipotecarios

Los agentes hipotecarios actúan como vendedores comerciales, por lo que resulta previsible que actúen como lo hacen en otras industrias, como, por ejemplo, la de los coches usados. Pero dado que las hipotecas son más complejas y opacas que la mayoría de los productos de consumo, la información asimétrica es un problema suele presentarse en el mercado hipotecario y que, generalmente, actúa en perjuicio del usuario. La compensación de los *brokers* tiende a calcularse a partir de la cantidad y el valor en dólares de las hipotecas que originan, ya que no son consideradas como inversiones, dando poca o nula importancia a su rentabilidad futura. Por eso, el incentivo del intermediario es básicamente el de vender, independientemente de la calidad del producto.

Los principios tradicionales para la creación de hipotecas se desmoronaron. En los últimos años, la práctica habitual de los intermediarios ha sido la de extender los créditos hipotecarios de forma agresiva, con excesiva confianza en las expectativas, generalmen-

te optimistas, sobre la subida de los precios de la vivienda, con información sobre la renta, el empleo y otras deudas pendientes del prestatario, sin documentar ni aprobar, y con una exageración falsificada y deliberada, iniciada y dirigida por el propio intermediario, de la renta del tomador y de su capacidad para hacer frente a los pagos mensuales, objetivo que conseguían omitiendo las cuentas de fideicomiso, entre otras tergiversaciones. Estas últimas prácticas representan un fraude por parte del *broker*, y parecen haberse llevado a cabo desproporcionadamente sobre los que probablemente menos comprendían los entresijos del contrato de la hipoteca, es decir, con las familias de renta baja y minoritarias. La liberalización de los principios de suscripción de hipotecas incrementó la demanda de vivienda y contribuyó probablemente a la burbuja inmobiliaria.

9. Los reguladores prudenciales de los bancos

El hecho más importante es que los reguladores no exigieron a los bancos el mantenimiento de un capital correctamente calculado suficiente para absorber pérdidas inesperadas, en particular en un entorno de burbuja económica. La Reserva Federal y el Controlador de Divisas apoyaron el permiso para que la exigencia de capital regulatorio mínimo de los grandes bancos se computase mediante el esquema avanzado de modelos internos para capitales basados en riesgo (relación capital, activos ponderados por riesgo) que se desarrollaba en Basilea II. Para la mayoría de estos bancos, esto habría disminuido la ratio mínima de capital regulatorio con respecto a lo dispuesto en Basilea I. Además, por regla general,

estos reguladores generalmente se oponían a mantener la ratio de apalancamiento de capital frente al total de activos simple, que es una de las tres ratios de capital aplicables a los bancos norteamericanos según la Ley de Mejora de la FDIC (FDICIA) de 1991, y que era la restricción vinculante para la mayoría de los bancos en el periodo previo a la crisis. Las otras dos ratios se basan en el riesgo. Según una encuesta sobre el impacto de 26 grandes bancos llevado a cabo por los reguladores en 2005, el requisito de capital regulatorio mínimo computado para el riesgo crediticio habría sido reducido por estos bancos entre un 16 por 100 y un 22 por 100 con respecto a Basilea I (Kaufman, 2007). Sólo dos de los 26 bancos estudiados habrían dispuesto del suficiente capital como para ser clasificados como «adecuadamente capitalizados», según el criterio de la ratio de apalancamiento simple de la FDICIA en vigor, y diez bancos hubieran sido declarados abiertamente «infracapitalizados de forma crítica», con unas ratios de capital frente al total de activos inferiores al 2 por 100.

Sólo el apoyo de la FDIC evitó que la ratio de apalancamiento se descartase por completo y que los bancos mantuviesen aún menos capital que el que tenían (6). Retrospectivamente, los bancos presentaban un considerable exceso de apalancamiento para el entorno de riesgo en el que estaban operando (7). La fascinación de los reguladores norteamericanos con Basilea tuvo también otro coste. Algunas de las mentes más brillantes de las agencias reguladoras, así como también de bancos, de la academia y entidades consultoras, trabajaban en desarrollar y mejorar Basilea I y, en particular, Basilea II, y no en los asuntos más importantes que se discuten a continuación.

Las agencias no demostraron una gran preocupación por la estabilidad financiera en el sentido general o macroeconómico. Estados Unidos ha sido el único país industrializado que no preparó ni publicó ningún informe sobre estabilidad financiera, ni participó en el programa de asesoramiento al sector financiero del Banco Mundial-FMI (8). Por eso, las agencias no se centraron como hubieran debido, en la interacción horizontal entre las instituciones financieras individuales -en contraposición al modelo vertical, o de silo, de las instituciones financieras- o en la interacción del sector financiero en su conjunto con la macroeconomía.

Tampoco las agencias ejecutaron con agresividad las disposiciones de pronta acción correctiva (PCA) especificadas en la FDICIA. Estas disposiciones exigían que los reguladores aplicasen a los bancos sanciones de severidad progresiva, primero discrecionales y después obligatorias, cuando su situación financiera se deteriorase lo suficiente como para tener que recurrir a las ratio de capital especificadas, progresivamente más bajas, con las que intentar sanear a los bancos con dificultades financieras, y cerrar legalmente un banco y declararlo en suspensión de pagos cuando quebrase y su patrimonio neto en relación con el total de activos descendiese por debajo del 2 por 100. En efecto, el Inspector General del Departamento del Tesoro acusó a la Oficina de Supervisión de Cajas de Ahorros (OTS) de permitir que seis instituciones de ahorro le pusiesen una fecha anterior a su recepción a las inyecciones de capital que recibieron de sus casas matrices para impedir la imposición de sanciones o incluso el posible cierre (9). Dos de estas instituciones fueron cerradas por este motivo, con una estimación de pérdidas

transferidas a la FDIC cercanas a los quince millardos de dólares.

Del mismo modo, tampoco las pérdidas transferidas a la FDIC procedentes del cierre de los otros bancos en quiebra sugirieron que los reguladores cerraran estos bancos de inmediato, siguiendo los plazos legales, en el momento en que su patrimonio descendió por debajo del 2 por 100 de sus activos. Las pérdidas de la FDIC frecuentemente se encontraban entre el 20 por 100 y el 40 por 100 en relación a los activos. Las sanciones y actuaciones obligatorias se incluyeron específicamente en la FDICIA para al menos reducir, si no eliminar, la tolerancia de la agencia reguladora, que prevaleció durante la crisis S+L de la década de 1980, y la causa de unas pérdidas más abultadas de lo necesario (Benston y Kaufman, 1994).

Los reguladores tampoco estaban preparados para resolver los problemas de grandes bancos insolventes, sistémicamente importantes, y sus previsible externalidades contagiosas (*spillover effects*). Como consecuencia de ello, la resolución de las grandes instituciones insolventes resultó inconsistente, siendo diferente según la institución de la que se tratase en términos de calendario y asignación de las pérdidas, lo que parecía seguir criterios *ad hoc*. Esta incertidumbre contribuyó a la profundidad y extensión de la crisis (10). En los Estados Unidos, la estructura legal que se despliega para la resolución de los bancos asegurados es considerablemente diferente de la que se utiliza para otras corporaciones. Por eso, la resolución de los grandes bancos insolventes es complicada, ya que los bancos son propiedad de compañías matrices (*holdings*) que, junto con sus filiales no bancarias, se encuentran sujetas a las dispo-

siciones de la Ley Federal de Garantía de Depósitos (FDICIA).

Estos dos regímenes difieren de forma sustancial (Bliss y Kaufman, 2007). Los reguladores de los bancos tienen la capacidad legal de cerrar los bancos asegurados, pero no las compañías de *holding* bancario que se aproximan o alcanzan el estado de insolvencia, colocándolas en suspensión de pagos o tutela en lugar de esperar a que el mercado o los tribunales lo hagan. Son los reguladores, y no los tribunales, los que hacen las veces de administradores de la sindicatura o de la tutela. Pueden actuar manteniendo con cierta continuidad los servicios críticos del banco clausurado, y también ser más flexibles que los tribunales en la imposición de las pérdidas materiales a los depositantes sin garantías y otros acreedores, o protegerlos de las mismas por medio de la exención del riesgo sistémico de FDICIA, si creen que imponerles pérdidas contribuiría a la inestabilidad financiera. Por eso, los reguladores tienen más potestades y libertad para resolver la situación de las grandes instituciones insolventes (*too big to fail*) que los tribunales bajo el régimen general de quiebra corporativa. Además, los grandes bancos tienen una mayor probabilidad de operar en diferentes países, con sus consiguientes jurisdicciones legales y regímenes de resolución (Hupkes, 2003). Es importante que todas las partes conozcan de antemano las normas por las que se va a declarar y resolver la insolvencia, de forma que puedan planificar sus políticas y estrategias para impedir este destino.

Algunas agencias afirman haber llevado a cabo simulaciones de resolución de insolvencias del tipo «en caso de guerra», pero se muestran reacias a compartir el

proceso con el público por miedo a que se empiecen a producir retiradas masivas de fondos. En cualquier caso, es mejor que no tener ningún plan preparado. Sin unas directrices conocidas o específicas, ni los bancos ni otras instituciones afectadas pueden planear estrategias útiles, los clientes no pueden juzgar la solvencia de sus instituciones y los reguladores no pueden predecir las estrategias que las instituciones con dificultades van a iniciar. Cuanta más incertidumbre exista sobre el fallo de las políticas de resolución, menos eficaces y predecibles serán las operaciones de los bancos y el comportamiento de sus clientes.

Los reguladores fallaron al establecer los requerimientos, por lo menos en cuanto a los grandes bancos se refiere, para que emitieran deuda subordinada obligatoria, como han propuesto muchos estudiosos de banca durante años. La rentabilidad de los intereses de mercado de estos valores, presumiblemente sin garantía, podría complementar la propia evaluación de los supervisores de la salud financiera de un banco y/o introducirse directamente en los tramos PCA y dictar sanciones.

Los reguladores tampoco supieron supervisar de forma adecuada ni el tamaño ni la titularidad de los complejos instrumentos de deuda hipotecaria titulizada que fueron uno de los desencadenantes de la crisis, ni fueron lo suficientemente sensibles ante la existencia de filiales fuera de balance que muchos de los grandes bancos habían establecido para crear y distribuir estos valores. Como se mencionó anteriormente, para reducir tanto la exposición al riesgo como los requerimientos de capital, los grandes bancos transfirieron algunos de sus flujos de entrada de caja procedentes del crédito hipotecario original o de

titulizaciones respaldadas por hipotecas, que ellos mismos habían originado o adquirido a un SIV organizado y capitalizado de forma independiente, que transformaba los flujos de caja en titulizaciones de tramo múltiple para su venta. Pero, para minimizar el riesgo reputacional del banco originador, frecuentemente se alcanzaron acuerdos implícitos en el sentido de que, en caso de dificultades de crédito, éste pudiera volver a adquirir las titulizaciones. Con ello, se devolvería esta cartera de valores a los balances contables del banco en tiempos aciagos.

Los reguladores prudenciales tampoco fueron lo suficientemente sensibles ante el riesgo de muchas de las hipotecas de baja calidad, que tanto se habían prodigado a principios de la década de 2000. Con anterioridad, se ha comentado que muchas de ellas eran demasiado complejas, presentaban una información del usuario insuficiente, e implicaban unas prácticas de suscripción cuestionables, y a veces fraudulentas. Los reguladores tenían la potestad, que les confería la Ley de Protección del Patrimonio y la Propiedad Inmobiliaria de 1994, de restringir aquellas características de los contratos de hipotecas residenciales que considerasen inapropiadas, engañosas o abusivas (Bair, 2009a). Pero no supieron propagar estas restricciones hasta después de la declaración del inicio de la crisis. Cabe destacar, no obstante, que, aunque los reguladores hubiesen promulgado con anterioridad normas más restrictivas, las actuaciones podrían haber sido cuestionadas y haber recibido la oposición del Congreso y la industria, quienes con la euforia del momento, hubieran podido considerarlas como la oportunidad que tenían las economías familiares desfavorecidas y minoritarias de participar de las ventajas de la propiedad inmobiliaria.

Este argumento sugiere que un problema importante con los reguladores prudenciales viene dado por el conflicto de agencia. Da la impresión de que los reguladores han sido pobres representantes de prósperos bancos y contribuyentes. No aplicaron el contenido ni el espíritu de las normas que estaban escritas (11). Tenían su propia agenda, que más bien parece haber sido diseñada con una mezcla de reticencia a «castigar» a la industria que estaban regulando a través de las medidas que pudieran considerar demasiado severas (captura industrial), de reticencia a abandonar una actitud discrecional de «sé muy bien lo que tengo que hacer, no me hace falta la ley», y miedo a las quiebras graves y costosas de los bancos y a las críticas a su supervisión que pudieran dañar su reputación. Todas estas características conducen a una tolerancia reguladora. Entre los muchos culpables, los reguladores prudenciales parecen llevar una gran parte de la responsabilidad sobre la gravedad del problema. De ser así, hay que ser prudentes al propagar las nuevas normas y regulaciones, hasta que el conflicto de agencia haya sido resuelto. Puede que no sea posible aplicarlas si es que los reguladores prefieren no hacerlo (12).

III. CONCLUSIÓN

En este estudio se identifica a muchos de los principales responsables de contribuir con su actuación al estallido y la difusión de la crisis financiera de 2007 en adelante, y se discute brevemente sobre la naturaleza de sus fallos más importantes. No todos los culpables soportan la misma responsabilidad, aunque sin cada uno de ellos la crisis no hubiera llegado a ser tan grave. Como la toma de medidas correctivas eficaces exige una correcta identificación de las causas de la crisis, estudiamos

aquí el pasado para intentar evitar que se repitan los mismos errores en el futuro. El filósofo hispanoamericano George Santayana (1863-1952) advertía que «aquellos que no pueden recordar el pasado están condenados a repetirlo». Por eso, si recuerdan lo que han hecho en el pasado, es posible que puedan evitar incurrir en los mismos errores. Santayana era optimista. Daba por supuesto que las personas aprendían de sus errores pasados. Mi experiencia es que la mayoría, si no todos, los políticos sí recuerdan cosas del pasado. Entonces ¿qué han hecho? No gran cosa. Yo soy más descreído, creo que la gente no siempre aprende de sus errores. Mi observación es que «los que pueden recordar el pasado están condenados a agonizar primero y luego a repetirlo». Y, desgraciadamente, el comportamiento de la mayoría de las partes implicadas en el periodo que desembocó en la crisis y durante ella parece demostrar esta conclusión. Tan solo desearía poder concluir de manera contraria. En cualquier caso, los intentos de identificar las causas de la crisis para diseñar y adoptar políticas correctivas apropiadas no pueden hacer daño a nadie.

NOTAS

(*) Traducción de Diorki.

(1) Para consultar buenos estudios sobre la crisis, véase BIS (2009), FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY (2009), y ACHARYA y RICHARDSON (2009).

(2) Por ejemplo, el escándalo de Charles Keating durante la crisis de S+L de la década de 1980, el colapso de Enron en la recesión de 2001, y la debacle de Bernard Madoff durante la crisis financiera de 2007-2008.

(3) No he contado con los estudiosos del tema, que también deberían compartir la culpa por no haber sido capaces de prever la crisis, ni la gravedad de ésta una vez asentada.

(4) TAYLOR (2009). Los bajos tipos de interés no fueron la única causa que originó la burbuja de los precios inmobiliarios. Otros factores que influyeron fueron: la descomposición

de los principios de la financiación hipotecaria, que incrementó la concesión de hipotecas y la demanda de la propiedad doméstica (sobre la que se hablará posteriormente), y la puesta en vigor de leyes fiscales favorables a la rentabilidad de la venta de la primera vivienda en 1997.

(5) Casi todos los inversores en hipotecas complejas y otros instrumentos de deuda son inversores institucionales (bancos, fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de cobertura, etc.) Hay pocos inversores minoristas, aunque algunos están relacionados de forma indirecta a través de su participación en los fondos de pensiones.

(6) Sheila Bair, presidenta de la FDIC, afirmó ante el Congreso, en agosto de 2009, lo siguiente: «Durante los debates sobre los Modelos Avanzados de Basilea II, la FDIC se hizo eco de la honda preocupación sobre las reducciones de capital que habrían resultado de su implementación... Es muy probable que los modelos avanzados de Basilea II se hubieran implementado más rápidamente y con menos garantías, y los bancos habrían entrado en la crisis con unos niveles de capital mucho más bajos. En particular, el deseo largamente expresado por muchas grandes instituciones de eliminar el índice de apalancamiento hubiera tenido muchas más probabilidades de convertirse en realidad dentro de una estructura reguladora en la que un solo regulador desempeñase el papel dominante» (BAIR, 2009b).

(7) También se llegó a esta conclusión en un informe reciente de GAO.

(8) OOSTERLOO *et al.* (2007). El otro único país industrializado que no publicó un informe sobre estabilidad financiera fue Italia.

(9) THORSON (2008), HOPKINS (2009) y OFFICE INSPECTOR GENERAL (2009).

(10) Puede decirse que el Fed colaboró en el rescate de Bear Sterns en marzo de 2008 básicamente porque se vio cogido por sorpresa y no estaba preparado para colocarlo en suspensión de pagos.

(11) Gran parte de la relación de los nuevos poderes que exigía el Secretario del Tesoro, GEITHNER, al Congreso parece haber sido realizada por las agencias apropiadas antes o durante la crisis, sin contar con la aprobación del Congreso. GEITHNER (2009).

(12) Las ventajas relativas de la disciplina del regulador y el mercado se estudian en HETZEL (2009).

BIBLIOGRAFÍA

ACHARYA, Viral V., y Matthew RICHARDSON (2009), «The financial crisis of 2007-2009: Causes and remedies», *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 18, n.º 2.

BAIR, Sheila C. (2009a), «Statement before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs», U.S. Senate, Washington, D.C., 19 de marzo.

— (2009a), «Statement before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs», U.S. Senate, Washington, D.C., 4 de agosto.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, BIS (2009), *Annual Report*, Basilea, Suiza, 29 de junio.

BENSTON, George J., y George G. KAUFMAN (1994), «The intellectual history of the Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991», en George Kaufman (ed.), *Reforming Financial Institutions and Markets in the United States*, Boston, Kluwer Academic.

BLISS, Robert R., y George G. KAUFMAN (2007), «U.S. corporate and bank insolvency regimes: A comparison and evaluation», *Virginia Law and Business Review*, Primavera: 143-177.

FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY (2009), *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

GEITHNER, Timothy F. (2009), «Statement before the house financial services and agricultural committees», Washington, D.C., 10 de julio.

HALDANE, Andrew G. (2009), «Rethinking the financial network», conferencia en la *Financial Students Association*, Amsterdam, The Netherlands, 28 de abril.

HETZEL, Robert L. (2009), «Should increased regulation of bank risk-taking come from regulators or from the market?» *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, Primavera: 161-200.

HOPKINS, Cheyenne (2009), «Treasury IG faults OTS for allowing backdating», *American Banker*, 22 de mayo.

HUPKES, Eva H.G. (2003), «Insolvency: Why a special regime for banks?» en *Current Developments in Monetary and Financial Law*, vol. 3, Washington, D.C., International Monetary Fund, 21.

KAUFMAN, George (2007), «Basel has been a costly distraction on the road to minimizing the societal cost of bank failures», presentación en *power point*, *FDIC Conference*, Washington, D.C., 13 de septiembre de 2006 y *Working Paper*, Loyola University Chicago, 10 de julio de 2007.

OFFICE OF INSPECTOR GENERAL, DEPARTMENT OF THE TREASURY (2009), *Safety and Soundness: OTS Involvement with Backdated Capital Contributions by Thrifts*, Washington, D.C., 21 de mayo.

OOSTERLOO, Sander; Jacob DE HAAN, y Richard JONG-A-PIN (2007), «Financial stability reviews: A first empirical analysis», *Journal of Financial Stability*, marzo: 337-355.

Scott, KENNETH E., y John B. TAYLOR (2009), «Why toxic assets are so hard to clean up?» *Wall Street Journal*, 20 de julio: A13.

TAYLOR, John B. (2009), *Getting Off Track*, Stanford, CA., Hoover Press.

THORSON, Eric M. (2008), «Letter to senator Grassley,» Washington, D.C: U.S. Treasury Department, 22 de diciembre.

U.S. GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (2009), «Financial market regulation: Financial crisis highlights need to impro-

ve oversight of leverage at financial institutions and across system (09-739)», julio.

Resumen

Las perturbaciones financieras ocurridas en agosto de 2007 y las medidas tomadas por las autoridades en respuesta a ellas han puesto de manifiesto la urgente necesidad de reformar el marco institucional vigente para la gestión de crisis de entidades de crédito con actividad transfronteriza en la UE. Por su parte, los acontecimientos de otoño de 2008 han expuesto las limitaciones que suponen el marco institucional descentralizado y la falta de coordinación de la regulación sobre gestión de crisis financieras transfronterizas en la UE. Pese al compromiso político, las reformas hasta la fecha parecen restringidas particularmente en el ámbito de los esquemas de seguro de depósitos y el saneamiento y la liquidación de entidades bancarias transfronterizas.

Palabras clave: gestión de crisis, entidades financieras transfronterizas, reforma del marco institucional.

Abstract

The financial disruptions taking place in August 2007 and the policies applied by authorities in response to the former, have shown the urgent necessity to reform the current institutional framework for the management of credit institutions with cross boundary activities in the E.U. under crisis. As well, the events in autumn 2008 have exhibited the limitations of a decentralized institutional framework and the lack of coordinated regulation regarding cross boundary financial crisis in the E.U. management. Although political commitment, the reforms up to date seem to be restricted particularly in areas such as deposit insurance schemes and the reorganization and liquidation of cross boundary banking entities.

Key words: management of crisis, cross boundary banking entities, reform on the current institutional framework.

JEL classification: E32, E65, G21.

SANEAMIENTO Y LIQUIDACIÓN DE BANCOS CON ACTIVIDAD TRANSFRONTERIZA EN EUROPA

María Jesús NIETO CAROL

Banco de España

Gillian G.H. GARCIA (*)

Fondo Monetario Internacional

I. ¿ES URGENTE TENER UN MARCO INSTITUCIONAL PARA EL SANEAMIENTO Y LA LIQUIDACIÓN DE BANCOS CON ACTIVIDAD TRANSFRONTERIZA?

La quiebra de Lehman Brothers, el 15 de septiembre de 2008, dio un toque casi dramático a las turbulencias financieras que se iniciaron en agosto de 2007. La respuesta de las autoridades norteamericanas supuso un cambio de paradigma, en opinión de muchos analistas, que cogió por sorpresa a mercados y reguladores (1). Al otro lado del Atlántico, la quiebra del banco islandés Landsbanki HF, en octubre de 2008, precipitó la toma de control de los activos de su sucursal en el Reino Unido (Icesave), para lo cual las autoridades invocaron la Ley Antiterrorista (Anti-Terrorism, Crime and Security Act, 2001). Las dificultades a las que tuvieron que hacer frente las autoridades británicas fueron similares a las que experimentaron las autoridades holandesas con la sucursal de Landsbanki HF en ese país (Icesave). En este caso, los supervisores hicieron uso de la normativa nacional que transpone la Directiva 2001/24/CE, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito (en adelante, Directiva 2001/24/CE). Sin embargo, los supervisores holandeses necesitaron evidencia de que la autorización de Landsbanki HF había sido revocada por las autoridades islandesas (2) lo cual, en el momento que los supervisores holandeses emprendieron su acción, resultaba difícil de probar. El hecho de que las autoridades británicas tuvieran que recurrir a la Ley Antiterrorista causó la indignación de los reguladores de la Unión Europea (UE), pero lo cierto es que resultó ser más efectiva que la acción emprendida por las autoridades holandesas (Singh y Walker, 2009) (3). Un año después de la crisis de Landsbanki HF, el Parlamento islandés se mostraba muy reticente a dar su aprobación al préstamo de aproximadamente 3,9 millardos de euros para indemnizar a los depositantes británicos y holandeses de Icesave, a pesar del acuerdo político entre los tres países (4).

También como respuesta a los acontecimientos derivados de la quiebra de Lehman Brothers, las autoridades de varios países de la UE, entre ellos Alemania, Austria, Irlanda y Portugal, garantizaron con carácter temporal la totalidad sus depósitos bancarios (5). En otros países, entre ellos Reino Unido, Holanda, España, Italia y Polonia, las autoridades se vieron obligadas a incrementar el nivel de cobertura de sus seguros de depósitos.

Ante esta situación, los ministros de finanzas de la UE se comprometieron a adoptar todas las medidas necesarias para asegurar la solvencia y la estabilidad de los

sistemas bancarios, y restablecer así la confianza en un momento en el que resultaba imposible predecir la duración de aquellos acontecimientos. Entre los acuerdos adoptados por los ministros de economía y finanzas (ECOFIN), dos merecen especialmente nuestra atención: Primero, el incremento del nivel mínimo de cobertura del seguro de depósitos hasta 100.000 euros, de forma escalonada en el tiempo. Segundo, la recapitalización de entidades sistémicas solventes consideradas «vulnerables» (6). Aunque, en el momento del acuerdo, algunos estados miembros ya habían tomado la decisión de recapitalizar sus bancos (Fortis, Dexia e Hypo Real Estate), el ECOFIN abrió la puerta no sólo a la recapitalización de bancos concretos, sino también a la aprobación de programas nacionales de rescate bancario (7). En este contexto, se llevaron a cabo las recapitalizaciones de Royal Bank of Scotland, Lloyds, HBOS, Anglo Irish Bank e ING, entre otras. En algunos casos (Hypo Real Estate, Royal Bank of Scotland, Anglo Irish Bank, ING y KBC), el país de origen asumió el coste de toda la recapitalización. En otros bancos (Fortis y Dexia), con marcado carácter regional, la recapitalización fue compartida entre el país de origen y los principales países de acogida. En el caso de Fortis, los accionistas belgas y holandeses emprendieron acciones legales contra los gestores del Banco y contra el gobierno holandés por no haber pedido a la junta de accionistas su aprobación antes de tomar el control de la entidad.

Los acontecimientos de otoño de 2008 y la respuesta de las autoridades hace más evidente la necesidad de reformar el marco institucional vigente para la gestión de crisis de entidades de crédito con actividad transfronteriza en la UE (8). La urgencia de disponer de dicho marco institu-

cional se acrecienta aún más si tenemos en cuenta que las ayudas públicas recibidas por los bancos tienen carácter temporal y requerirán de la reestructuración de, al menos, algunas entidades (9). Más aún, la importancia de la actividad transfronteriza de las entidades de crédito europeas se pone de manifiesto por el hecho de que existen aproximadamente 46 bancos, en su mayoría conglomerados, con actividad financiera importante en varios países de la UE. Estas entidades suponen aproximadamente el 58 por 100 de los activos bancarios de la Unión. Algunas entidades tienen presencia a través de filiales y sucursales en hasta casi la mitad de los estados miembros. (ECB, 2008).

Las propuestas que se hacen al final de este artículo van orientadas a minimizar el coste de las crisis financieras, y están recogidas en un reciente artículo, del que somos coautoras junto con Rosa Lastra, publicado por la London School of Economics en mayo de 2009 (10). Las propuestas se centran en la reforma de las directivas sobre saneamiento y liquidación de entidades de crédito y sobre seguros de depósito, así como en mejorar la consistencia del marco institucional para la gestión de crisis financieras (11). Hasta que tuvieron lugar los acontecimientos de otoño de 2008, la atención de los responsables de política económica, y en buena parte el debate académico, se habían concentrado sobre la coordinación entre supervisión prudencial y función de prestamista de última instancia, y habían dejado a un lado la coordinación entre los responsables del saneamiento y liquidación de entidades y los esquemas de seguro de depósito, y entre ambos y la supervisión (Hardy y Nieto, 2008) (12).

II. UNA PERSPECTIVA ACADÉMICA Y DE POLÍTICA ECONÓMICA SOBRE EL SANEAMIENTO Y LIQUIDACIÓN DE ENTIDADES BANCARIAS

La literatura económica sobre la resolución de crisis bancarias se concentra fundamentalmente en entidades de ámbito nacional, a pesar de la importancia creciente de las entidades financieras complejas de ámbito global o regional que, por otra parte, sí han sido objeto de estudio por los organismos internacionales (FMI y BM fundamentalmente) (13).

En grandes líneas, la literatura económica sobre resolución de crisis bancarias se centra en los objetivos de los reguladores (Benston y Kaufman, 1988; Kaufman, 2004 a y b; Eisenbeis y Kaufman, 2007, y Hüpkes, 2005) y los mecanismos jurídicos para alcanzar dichos objetivos (Hüpkes, 2003; Campbell, 2003 y Bliss, 2007). Más recientemente, la atención se ha concentrado en el reparto equitativo de los costes fiscales de la gestión de crisis financieras transfronterizas entre países (*burden sharing*) (Freixas, 2003; Goodhart y Schoenmaker, 2006 y 2009; Nieto y Schinasi, 2007).

Benston y Kaufman (1988) fueron pioneros en defender que la resolución de las crisis bancarias es eficiente en la medida en que el coste para el seguro de depósitos y para el contribuyente es igual o próximo a cero. Para conseguir este objetivo, propusieron un mecanismo que exige a los supervisores la acción correctiva inmediata cuando la ratio de capital regulatorio del banco se sitúa en determinados niveles, así como la toma de control de la entidad cuando el capital se sitúa por debajo de

un determinado umbral positivo, para así asegurar la cobertura de los depósitos garantizados (insolvencia regulatoria) (14). En esta misma línea, años después, Kaufman (2004a) defiende que la resolución eficiente de bancos supone que las pérdidas por falta de acceso a la liquidez por parte de los depositantes y/o al crédito por los prestatarios privilegiados son iguales o próximas a cero. El autor define las pérdidas de liquidez como aquéllas que tienen su origen en la imposibilidad de los depositantes para acceder de forma inmediata al valor nominal de sus depósitos asegurados *de jure* o el valor estimado de recobro de otros pasivos bancarios no asegurados *de jure*. Las pérdidas por liquidez pueden también darse como resultado de la falta de acceso inmediato por parte de los prestatarios con mejor calidad crediticia a sus líneas de crédito bancarias.

Eisenbeis y Kaufman (2007) sostienen que el objetivo de política económica en la resolución de bancos en crisis debería ser permitir la libre salida de los bancos insolventes del mercado a un coste mínimo para la sociedad. Hüpkes (2005) defiende que el objetivo de política económica debería ser «preservar funciones críticas» para la estabilidad del sistema financiero, especialmente cuando se trata de entidades de carácter sistémico. Hüpkes asume implícitamente que la existencia de un marco institucional adecuado para el saneamiento y la liquidación de entidades evitaría o, al menos limitaría, que dicho objetivo se cumpliera mediante la intervención pública y con un elevado coste para el contribuyente.

En grandes líneas, los modelos de intervención bancaria difieren en la medida en que reconocen la naturaleza «especial» de las enti-

dades de depósito. Así, el modelo de *lex generalis* utiliza el marco legal general de las quiebras societarias o insolvencias empresariales, y el modelo de *lex specialis* utiliza leyes diseñadas especialmente para los bancos o bien excepciones dentro de las leyes concursales ordinarias para tratar la insolvencia bancaria. Ambos procedimientos difieren en la efectividad con la que satisfacen los objetivos mencionados en los dos párrafos anteriores. Las diferencias en el trato de accionistas y acreedores (*stakeholders*) dependen más del diseño del procedimiento que del hecho de que se aplique *lex generalis* o *lex specialis*, y son más evidentes en la fase previa a la declaración de insolvencia, en la que distintas jurisdicciones dan tratos diferentes a la protección de los *stakeholders*. Por ejemplo, en la ley italiana, el administrador provisional de la entidad en crisis, designado por el supervisor, administra de forma controlada la entidad con el fin de hacerla viable financieramente. Aunque los acreedores no participan en este tipo de procedimiento, lo que contribuye a acelerarlo, el administrador provisional sí necesita el consentimiento de los accionistas para todas aquellas acciones en las que así lo establezcan las leyes de sociedades. En general, en el caso de que la administración provisional de la entidad resulte insuficiente para hacerla viable, la entidad tiene que liquidarse. Dicha liquidación puede llevarse a cabo bajo *lex specialis* o *lex generalis*.

Lex specialis implícitamente reconoce la naturaleza «especial» de las entidades de depósito, y concede al supervisor prudencial amplia discreción para decidir cuándo intervenir y, por lo tanto, asume su ventaja informativa sobre la situación financiera de la entidad (15). En la medida en que aquél ejerce una acción correctiva inme-

diata, no debería haber pérdidas para los depositantes asegurados. En aquellos países que han adoptado este enfoque en su forma más pura (no hay intervención judicial), como es el caso de EE.UU., el supervisor tiene amplias facultades para transferir con prontitud el valor nominal de los depósitos garantizados por el seguro de depósito, el valor estimado de recobro de los depósitos no garantizados y las líneas de crédito sanas a un «banco puente» (16) que, con carácter temporal, está bajo propiedad del estado (17). La venta del «banco puente» a una entidad solvente y rentable se realizaría de forma rápida lo que evitaría que el banco insolvente permaneciera abierto demasiado tiempo, limitando así sus pérdidas. De hecho en los EE.UU., la minimización del coste público de la resolución de crisis es un objetivo explícito de la Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA), de 1991 (ver recuadro 1).

Lex generalis requiere generalmente que bien los acreedores o bien los gestores pidan a los tribunales de justicia la intervención del banco en crisis, muy probablemente cuando esté en situación de insolvencia patente. Este procedimiento ofrece a la autoridad responsable del concurso de acreedores o de la liquidación control exclusivo sobre los activos y pasivos del banco insolvente. Los accionistas pierden al menos parte de sus derechos, lo que facilita el proceso. Sin embargo, los requerimientos del procedimiento y la publicidad que acompaña a los procedimientos judiciales (v. gr., junta de acreedores) hacen más largo el procedimiento judicial y pueden contribuir a incrementar las pérdidas de la entidad; de hecho, las leyes de quiebras societarias no tienen como principal objetivo la estabilidad financiera (Čihák y Nier, 2009).

Este enfoque ha sido utilizado en el Reino Unido hasta la reforma introducida en 2009, que establece un «régimen de resolución especial» para los bancos. Bliss (2007) defiende que, en el marco de la *lex generalis*, los acreedores pueden buscar el control de los activos de la entidad antes del momento de declarar la quiebra, precipitando su huida, que es precisamente lo que la ley de quiebras intenta evitar.

En el ámbito internacional, existen dos métodos o enfoques para tratar las insolvencias bancarias. El enfoque universal, cuyo objetivo es liquidar la entidad transfronteriza mediante la acción coordinada de los procedimientos judiciales o administrativos, de tal forma que el tribunal o autoridad administrativa, normalmente del Estado donde radica la sede de la matriz, toma el liderazgo y sus decisiones son reconocidas de forma automática en el resto de los estados donde la entidad opera. En los llamados estados de acogida se admite de forma excepcional la existencia de procedimientos secundarios (*ancillary procedures*), que apoyan las actividades de la autoridad (administrativa o judicial) que lidera (18). El enfoque territorial lleva consigo la realización de procedimientos simultáneos e independientes en cada una de las jurisdicciones en las que opera la entidad transfronteriza, en cada una de las cuales la autoridad administrativa o judicial tiene por objetivo tomar el control de los activos en su jurisdicción para satisfacer las demandas de sus acreedores nacionales.

No obstante, el mayor obstáculo para alcanzar la armonización de las leyes en materia de insolvencia bancaria radica precisamente en la polarización entre estados que utilizan el modelo de *lex specialis* y el modelo de *lex generalis*. La Directiva 2001/24/CE no resuel-

ve esta cuestión en el seno de la Unión Europea, reconociendo implícitamente esta dificultad. Esto plantea ciertos elementos de discusión en el caso de que la entidad sea insolvente, necesite ser recapitalizada o, en su caso, liquidada: ¿cómo se distribuye la carga financiera que supone la recapitalización y la absorción de pérdidas entre los países en los que la entidad opera? En este sentido, Freixas (2003); Nieto y Schinasi (2007) y Goodhart y Schoenmaker (2006 y 2009) hacen unas reflexiones interesantes.

Freixas (2003) demuestra que las asimetrías de información y las diferencias en la efectividad de la supervisión prudencial de los estados miembros de la UE llevan a decisiones subóptimas que podrían mejorarse mediante la cooperación en la toma de decisiones, la centralización de la información sobre las condiciones financieras de las entidades de crédito y una regulación más estricta. Si no se dan estas condiciones, el coste de la crisis de una entidad financiera transfronteriza será mayor por la falta de incentivos que tienen los supervisores para cooperar y compartir información sobre la situación financiera de las entidades. Nieto y Schinasi (2007) analizan los incentivos de los reguladores para cooperar en situaciones de crisis financieras utilizando como marco de análisis la literatura sobre «alianzas económicas». Una de las conclusiones de estos autores es que una mayor coordinación en forma de mayor armonización, o una completa internalización de las decisiones sobre la estabilidad financiera en la EU, conducirían a una mejora en la función de bienestar respecto a la situación actual. Goodhart y Schoenmaker (2006 y 2009) proponen un mecanismo de distribución *ex ante* del coste fiscal de la restructuración de una entidad de depósitos transfronteriza en la UE. Este acuerdo podría

tomar la forma de un fondo europeo de «recapitalización» que podría financiarse en función del PIB de cada Estado, o tratarse de un acuerdo específico para hacer frente a las pérdidas concretas ocasionadas por una entidad que opera en más de un estado miembro. En este caso, el coste se distribuiría en función de una variable financiera, como por ejemplo los activos totales o el volumen de depósitos de la entidad.

III. SANEAMIENTO Y LIQUIDACIÓN DE ENTIDADES BANCARIAS TRANSFRONTERIZAS EN LA UE: ¿EXISTE UN MARCO INSTITUCIONAL PARA LA COOPERACIÓN?

Los acontecimientos desencadenados tras la quiebra de Lehman Brothers han hecho evidente la ausencia de un marco institucional integrado y robusto para la gestión de crisis financieras transfronterizas en la UE. No sólo no existe un régimen específico para gestionarlas, sino que las autoridades nacionales responsables no cuentan con los mismos instrumentos. Debemos recordar que las directivas europeas son sólo un mecanismo de coordinación «implícita» entre países, y que sólo imponen una obligación de resultado en los ámbitos de la supervisión prudencial, seguro de depósitos y saneamiento y liquidación de entidades de crédito. Más aún, el principal objetivo de estas directivas es establecer un campo de juego igualado en términos competitivos, evitando, al menos parcialmente, que la regulación nacional en estos ámbitos sea un obstáculo para la integración financiera de la UE por la vía del arbitraje regulatorio. Por lo tan-

RECUADRO 1

GESTIÓN DE BANCOS EN CRISIS EN ESTADOS UNIDOS

Hasta el nacimiento de la Corporación Federal de Seguro de Depósito (FDIC) en 1934, el saneamiento y liquidación de bancos tenía lugar en el marco institucional de los tribunales de justicia y las leyes concursales de los estados en los que las entidades de crédito estaban domiciliadas. Cuando el Congreso de los EE.UU. creó la FDIC, esta función pasó a ser una responsabilidad de ámbito federal (García, 2009a) (1). A partir de ese momento, cuando el supervisor, bien estatal o federal, retira la autorización del banco para operar, transfiere la responsabilidad de su saneamiento y liquidación a la FDIC. Hasta la década de los años setenta, las crisis bancarias se resolvieron con la adquisición de todos o la mayoría de los activos y todos los pasivos del banco con problemas por parte de otra entidad de crédito, que, en ocasiones, recibía el apoyo financiero de la FDIC. La crisis de Continental Illinois National Bank (1984) enfrentó, por primera vez, a las autoridades con el problema de tener que gestionar la crisis de un holding bancario (*Banking Holding Company* —BHC—) de importancia sistémica (*too big to fail*). Esto unido a los problemas financieros de las Savings and Loans (S&Ls) y de algunos bancos de ámbito regional descapitalizaron la FDIC, que tuvo que pedir financiación al Congreso para hacer frente al coste financiero de la crisis (2). Esta situación llevó a la aprobación de FDICIA en 1991 (3), cuya técnica discrecional de decisión se basa en minimizar el coste financiero de las mismas. El artículo 141(a)(4)(A) de FDICIA establece: «*the total amount of the expenditures by the Corporation... is the least costly to the deposit insurance fund of all possible methods for meeting the Corporation's obligations under this section.*» Sólo la «excepción sistémica» permite que este principio se vulnere (4). Además, FDICIA consagra el principio de acción correctiva inmediata de los supervisores cuando la ratio de capital regulatorio del banco se sitúa en determinados niveles (*triggers*). Más aún, el supervisor está obligado a intervenir y trasladar la gestión del banco en crisis a la FDIC cuando la ratio de capital regulatorio definida en términos de capital tangible sobre activos se sitúa por debajo del 2 por 100. Sin embargo, FDICIA no ha sido efectiva en la resolución de las entidades sistémicas. Lehman Brothers, Bear Sterns, Fannie Mae, Freddie Mac, Citicorp, AIG, Bank of America, entre otras, no se han gestionado en el marco de FDICIA, y el coste para los contribuyentes norteamericanos es todavía desconocido (5). El Departamento del Tesoro hizo una propuesta de reforma en junio de 2009 que tenía, entre otros, el objetivo de proporcionar al Gobierno los instrumentos para gestionar las crisis financieras evitando la resolución desordenada de *holdings* bancarios (BHC) y financieros (FHC) que pueda poner en peligro la estabilidad del sistema (6). El nuevo marco regulatorio complementaría (no sustituiría) y estaría inspirado en el esquema actual para la gestión de crisis bancarias, poniéndose en funcionamiento con la misma excepción sistémica que contempla FDICIA. En este caso, la autoridad competente para iniciar la acción sería la Comisión de Valores (*Securities Exchange Commission* —SEC—) que sustituiría a la FDIC en el caso de sociedades de inversión (o sus grupos financieros). La responsabilidad última recae en el Tesoro, que, con la información que le proporcione la Reserva Federal, decide sobre las técnicas específicas de saneamiento / reestructuración del grupo financiero en crisis (administración controlada temporal, compra de activos, préstamos del Tesoro, garantía de los pasivos, inyección de capital). Esta decisión deberá estar inspirada por la necesidad de estabilizar financieramente el grupo financiero con un coste mínimo para el contribuyente. En el caso de grupos financieros de sociedades de inversión, el saneamiento correspondería a la SEC. Por último, mencionar que la propuesta del Departamento del Tesoro exige que la Reserva Federal obtenga la aprobación escrita del Secretario de Estado del Tesoro cuando haga uso de la sección 13(3) de la Ley de la Reserva Federal (*Federal Reserve Act*) que establece la posibilidad de dar crédito (descuento) a «individuos, sociedades y corporaciones» en circunstancias «inusuales y exigentes» (7).

En suma, la propuesta del Tesoro de junio 2009 amplía la excepción sistémica contemplada en FDICIA y la aplicación del modelo de *lex specialis* a la resolución de grupos financieros de importancia sistémica (FHC, BHC) consagrando el principio de minimización de los costes de la gestión de crisis financieras.

NOTAS:

(1) La centralización tuvo lugar antes de que las entidades de depósito pudieran traspasar las barreras interestatales a finales de la década de los ochenta.

(2) Kane, Edward J. (1985), *The Gathering Crisis in Deposit Insurance*, Cambridge, MA: MIT Press; Federal Deposit Insurance Corporation (1997), *History of the Eighties: Lessons for the Future. Volume 1: An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s*. Federal Deposit Insurance Corporation, Washington D.C. 167-188. <<http://www.fdic.gov/bank/historical/history/vol1.html>>. Capítulo 4 (problema de las S&Ls). Capítulo 7 (Continental Illinois).

(3) Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA) publicada en 1991, consagraba la propuesta de intervención estructurada temprana propuesta por Benston y Kaufman en 1988.

(4) La excepción sistémica supone la cobertura total de los depósitos y otras obligaciones de la entidad. La puesta en marcha de esta excepción exige su aprobación por el Secretario del Tesoro en consulta con el Presidente de los EE.UU., el voto favorable de 2/3 de los miembros de los consejos de la Reserva Federal y de la FDIC, que certifiquen que las dificultades financieras de la entidad pueden poner en peligro la estabilidad financiera del sistema y justifiquen el uso de esta excepción que evitaría o mitigaría los efectos adversos sobre el sistema financiero y la economía. La excepción sistémica fue invocada inicialmente en la gestión de la crisis de Wachovia para facilitar su compra por Citi, pero no llegó a materializarse. Wachovia fue finalmente adquirida por Wells Fargo sin recibir ningún apoyo del Gobierno. La excepción sistémica se utilizó para poner en marcha el programa de garantías bancarias de la FDIC (*Temporary Liquidity Guarantee Program, TLGP*), del que se beneficiaron varios bancos, entre ellos Citi y Bank of America.

(5) En el momento de escribir este artículo, las autoridades norteamericanas no habían realizado una evaluación independiente de las causas de la crisis y de las reformas necesarias como ya lo han hecho los británicos (García, 2009b).

(6) U.S. Department of Treasury (2009) *Financial and Regulatory Reform: A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, junio; consultado el 7 de Julio de 2009 en http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf

La propuesta tiene cinco objetivos: 1) promover la buena supervisión y regulación de las entidades financieras; 2) establecer un sistema integral de supervisión prudencial de las entidades para que los mercados puedan soportar situaciones de *stress* en el sistema financiero y la crisis de una o más entidades sistémicas; 3) proteger a los inversores y consumidores de productos financieros de situaciones de abuso; 4) proporcionar al Gobierno los instrumentos para gestionar las crisis bancarias evitando la resolución desordenada de *holdings* bancarios y financieros que puedan poner en peligro la estabilidad del sistema; 5) contribuir a mejorar los estándares regulatorios y la cooperación internacional. De acuerdo con esta propuesta, el Departamento del Tesoro preside el Comité de Vigilancia de los Servicios Financieros (*Financial Services Oversight Council*), del que forman parte los responsables de las agencias supervisoras. Su función es la de identificar los riesgos sistémicos, mejorar la coordinación entre agencias supervisoras y ayudar a la Reserva Federal en la identificación de aquellos grupos financieros de carácter sistémico. De acuerdo con la propuesta, la Reserva Federal supervisa todas las entidades financieras de carácter sistémico (incluso no bancos) y establece sus requerimientos de capital y de supervisión consolidada. Además, de acuerdo con esta propuesta, una agencia especializada (*Consumer Financial Protection Agency*) es responsable de velar por los intereses de inversores y consumidores de servicios financieros; una agencia (*National Bank Supervisor*) centraliza la supervisión de bancos y S&Ls que operan en el ámbito federal y otra agencia federal centraliza la supervisión de las entidades de seguro (*Office of National Insurance*).

RECUADRO 1 (continuación)

GESTIÓN DE BANCOS EN CRISIS EN ESTADOS UNIDOS

(7) La nota a pie de página 1 del texto principal reproduce el de la sección 13(3). Aunque la Ley no obliga en la actualidad, la Reserva Federal ha pedido *de facto* la aprobación formal del Tesoro cuando ha utilizado la Sección 13(3) en el contexto de las crisis recientes. Este requisito establecido en la propuesta del Departamento del Tesoro es, en opinión de algunos analistas, el punto de partida de la «interferencia política en la función de prestamista de última instancia de la Reserva Federal» («The Fed's Independence is at risk», Glenn Hubbard, Hal Scott and John Trotón, *Financial Times*, 21 de agosto, viernes, de 2009).

to, el objetivo último de estas directivas no es preservar la estabilidad financiera en la UE y, como mostraremos más adelante, tampoco están coordinadas entre sí, lo que limita su efectividad ante una crisis bancaria de carácter transfronterizo.

Más aún, la gestión de bancos en crisis afecta a ámbitos de la regulación nacional que no son exclusivos de las entidades financieras, tales como las leyes de sociedades (y del mercado de valores para las entidades que cotizan), que, en el caso europeo, son particularmente protectoras de los derechos de los accionistas. La Convención Europea de Derechos Humanos (CEDH) garantiza el pacífico disfrute de la propiedad privada. Los accionistas tienen el derecho de no ser desposeídos de sus acciones o sufrir la pérdida de valor de las mismas, salvo que se justifique en el interés público (para referencia, ver la jurisprudencia de la CEDH) y los accionistas sean compensados de forma adecuada (19).

En definitiva, a pesar de que los mercados financieros en Europa están cada vez más integrados, su regulación continúa teniendo un marcado carácter nacional y está constreñida por la esfera de influencia de la jurisdicción nacional (Lastra, 2007). En los últimos años, los reguladores nacionales han establecido una serie de principios y procedimientos que se refieren a la identificación de las autoridades responsables de la gestión de crisis financieras (bancos centra-

les, supervisores y ministerios de finanzas) y los flujos de información necesarios entre ellas. Ahora bien, estos procedimientos están formalizados en acuerdos de cooperación (MoU) que no tienen la eficacia legal atribuida a instrumentos jurídicos como las leyes o normas reglamentarias, y sólo recientemente se han hecho públicos (20).

1. Facultades disciplinarias y sancionadoras de los supervisores

Los supervisores prudenciales de la UE tienen objetivos diferentes, arquitecturas institucionales distintas y distintas facultades para actuar en circunstancias de crisis. En algunos países, los supervisores acuden con frecuencia a la persuasión moral, mientras que en otros la carga de la prueba en el ejercicio de sus facultades recae sobre ellos mismos, lo que contribuye a retrasar su acción correctiva.

Los supervisores necesitan tener mandato legal y herramientas adecuadas para ejercer una acción correctiva inmediata cuando los bancos no cumplen la regulación prudencial o el comportamiento de sus gestores pone en peligro la solvencia y/o los depósitos (21). El cuadro n.º 1 presenta las facultades de los supervisores de la UE para imponer acciones correctivas ante la situación de deterioro patrimonial del banco, y muestra que estas facultades varían considerablemente entre países. Más aún, en ocasiones se trata de fa-

cultades compartidas, en el sentido de que necesitan la aprobación bien del Gobierno o bien de los tribunales de justicia. Por ejemplo, en algunos países, la facultad de prohibir las transferencias de activos entre las filiales y la matriz de bancos en crisis cuando ambas operan en distintos estados miembros es compartida con el administrador provisional nombrado por el supervisor o con los jueces que tienen que decidir si la operación supone un detrimento para la situación patrimonial de la entidad (22).

2. Diversidad en los procedimientos nacionales de saneamiento-liquidación bancaria y los esquemas de garantía de depósitos

Las condiciones que determinan cuándo y cómo se produce la intervención de la entidad de crédito también varían considerablemente en los estados miembros de la UE. La definición de insolvencia regulatoria o, de forma más general, el «umbral de intervención» es relevante desde el punto de vista del margen de maniobra que ofrece a las autoridades para tomar acciones correctivas inmediatas que reduzcan la probabilidad de insolvencia económica de la entidad (23). La definición del «umbral de intervención» es diferente según se trate de jurisdicciones que apliquen *lex generalis* o *lex specialis*. En el caso de *lex generalis* (Finlandia y Suecia), el umbral puede estar definido en

CUADRO N.º 1

**FACULTADES DE LOS SUPERVISORES ANTE LA SITUACIÓN DE DETERIORO PATRIMONIAL DEL BANCO
(NÚMERO DE PAÍSES EN LA UNIÓN EUROPEA)**

	<i>Facultades del supervisor</i>	<i>Necesaria la aprobación del Gobierno o tribunal de justicia</i>	<i>Supervisor no tiene facultades</i>
Medidas cautelares de inmediata ejecución	27		
Imponer multas / sanciones	24 (sanción sin consecuencias, 3)		3
Destituir a los gestores	21		6
Exigir mayores requerimientos de capital	25		2
Exigir un plan de reestructuración	24		3
Nombrar a un inspector como administrador temporal			7
Evitar la transferencia de activos	27*		
Exigir a los accionistas aportaciones adicionales de capital en metálico **	15	1	12
Limitar actividades / concesión de crédito	25		2
Restringir, poner condiciones a la actividad	27 (4 sólo cuando hay incumplimiento de ley)		
Restringir los derechos de voto	22		5
Iniciar el saneamiento / liquidación	18	1	8
Quitar la autorización **	23	8	3

Notas: *En algunos países, el juez es quien decide si la transferencia de activos se realiza en detrimento patrimonial de la entidad que lo transfiriere. **La suma es superior a 27 porque se trata de facultades compartidas.

Fuente: García, Lastra y Nieto (2009).

términos de iliquidez (la entidad no puede hacer frente a sus deudas en el momento de vencimiento —impago—) o en términos de insolvencia (la entidad tiene patrimonio neto negativo). En el caso de *lex specialis* (Francia, Reino Unido, Italia, España, Grecia), el umbral está definido en términos de incumplimiento regulatorio, con el fin de que la intervención tenga lugar antes de que se produzca la insolvencia económica de la entidad o se ponga en peligro la estabilidad del sector financiero. En este sentido, merece la pena mencionar la Ley Bancaria del Reino Unido de 2009, promulgada en el contexto de las recientes turbulencias financieras vividas en los mercados e inspirada en esta filosofía (ver recuadro 2).

Las diferencias entre países son también importantes respecto a las técnicas específicas de saneamiento/reestructuración de las entidades en crisis y la auto-

ridad responsable de iniciar el proceso. En relación con las primeras, las autoridades competentes utilizan diferentes técnicas de saneamiento: fusiones y adquisiciones, reestructuración de deuda, venta de activos, cierre de determinadas líneas de negocio, constitución de un banco «malo» (24) e incluso nacionalización. En la UE, sólo el Reino Unido establece explícitamente una lista de técnicas de saneamiento que pueden ser utilizadas por las autoridades (FSA y Banco de Inglaterra) sin el consentimiento de los accionistas y bajo el denominado Régimen de Resolución Especial (Banking Act, 2009). En relación con la segunda, la autoridad responsable de iniciar el proceso de saneamiento es generalmente el supervisor cuando se trata de técnicas específicas para las entidades de crédito (generalmente regímenes bajo *lex specialis*). Cuando la entidad de crédito se somete a

la ley de quiebras ordinarias (*lex generalis*), el supervisor es sólo uno de los que pueden iniciar el procedimiento que, generalmente, aunque con excepciones (Alemania, Holanda), inician los acreedores o la propia entidad a través de sus directivos.

En la mayor parte de los estados miembros de la UE, la liquidación de las entidades de crédito es responsabilidad de los tribunales de justicia, aunque en varios países esta responsabilidad es compartida con el supervisor e incluso con el Gobierno, a quien corresponde la facultad de revocar la autorización de la entidad de crédito para operar (García, Lastra y Nieto, 2009).

Cuando la entidad de crédito no es viable o necesita ser saneada/reestructurada, entra en juego el sistema seguro de depósitos, cuya racionalidad económica se basa en la protección de los

RECUADRO 2

Gestión de bancos en crisis en el Reino Unido: La Ley Bancaria de 2009 (1)

Después de la crisis de Northern Rock, el Parlamento británico aprobó una modificación de la Ley de Insolvencias de 1986 (*Banking Act Special Provisions*), abriendo la posibilidad de intervención de las autoridades para preservar la estabilidad del sistema financiero. La Ley de 1986 resultaba particularmente restrictiva, ya que sólo ofrecía al supervisor (*Financial Services Authority —FSA—*) o a los acreedores la posibilidad de acudir a los tribunales de justicia que, o bien designaban un administrador temporal con el fin de hacer viable la entidad, o bien un administrador de la quiebra, siendo esta última la más utilizada. La modificación que en principio tenía carácter temporal (12 meses) se consolida en la Ley Bancaria de 2009, que establece un «régimen de resolución especial» (*Special Resolution Regime —SRR—*) para bancos (2). Los objetivos del SRR son: 1) proteger la estabilidad financiera en el Reino Unido e internacionalmente, asegurando la continuidad de los servicios bancarios; 2) proteger la confianza del público en la estabilidad del sistema bancario; 3) proteger a los depositantes; 4) proteger a los contribuyentes, y 5) garantizar el pacífico disfrute de la propiedad privada según lo establecido en la Convención Europea de Derechos Humanos (CEDH) (3). De acuerdo con la Ley Bancaria de 2009, el supervisor (FSA) inicia el SRR después de consultar con el Banco de Inglaterra y el Tesoro, cuando la entidad no cumpla con los requisitos legales (4) para continuar su actividad o, en opinión del supervisor, su situación financiera no asegure su cumplimiento. Por lo tanto, la Ley de 2009 ofrece margen de discrecionalidad a la FSA para intervenir una entidad en crisis basándose en criterios de estabilidad financiera. La ejecución de la decisión de la FSA corresponde al Banco de Inglaterra y al Tesoro. El Banco de Inglaterra puede vender todo o parte del banco a otra entidad o transferir activos y pasivos a un «banco puente» sin el consentimiento previo de los accionistas y/o acreedores (*stakeholders*), haciendo el procedimiento más rápido, lo cual es consistente con los objetivos 1) a 4) del SRR. Accionistas y/o acreedores tienen derecho a ser compensados económicamente, así como el derecho de apelar la decisión a los tribunales de justicia, quienes, por otra parte, sólo podrán exigir compensaciones económicas y nunca cambiar la decisión de las autoridades, lo cual es consistente con el objetivo 5) del SRR arriba mencionado. El Banco de Inglaterra designa el Consejo de Administración y controla la gestión del «banco puente», requiriendo la autorización del Tesoro cuando haya fondos públicos u obligaciones internacionales que se vean comprometidos. Por su parte, el Tesoro, después de consultar con la FSA y el Banco de Inglaterra, podrá nacionalizar la entidad con carácter temporal si la gravedad de las circunstancias así lo aconsejara (5). El Parlamento deberá aprobar las compensaciones a *stakeholders* o terceros que pudieran derivarse de estas acciones, cuya valoración se realizará mediante tasación independiente. La Ley Bancaria de 2009 da al Tesoro poderes extraordinarios (*King Henry VIII provisions*) para modificar derechos, e incluso leyes, con carácter retroactivo con el fin de que pueda cumplir los objetivos establecidos en el SRR. Estas facultades están sometidas a control *ex post* por el Parlamento Británico.

La Ley Bancaria de 2009 modifica el procedimiento de insolvencia existente con el fin de dar prioridad al pago inmediato de los depósitos garantizados por el sistema de seguro de depósitos (6). El Banco de Inglaterra, FSA o Secretario de Estado (*Home Secretary*) pueden solicitar una orden de insolvencia a los tribunales de justicia. La Ley amplía la base de los fundamentos en los que se puede basar la petición de la declaración de insolvencia de la entidad para incluir las consideraciones de: a) interés público y b) justicia y equidad (7). Una vez que el banco es declarado insolvente porque no se ha podido encontrar un comprador y se entiende que no tiene importancia sistémica, entra en un proceso de liquidación, que se realiza bajo la supervisión de un administrador de la quiebra designado por los tribunales y al que la Ley concede amplios poderes para asegurar no sólo el pago inmediato de los depósitos asegurados, sino también el mejor resultado para el conjunto de los acreedores (sección 99).

La Ley Bancaria de 2009 crea un nuevo procedimiento administrativo para mantener operativas aquellas actividades de negocio de la entidad que, en el SRR, el Banco de Inglaterra no transfiere al «banco puente» o a un banco comprador, pero que se consideran necesarias para este último (8). El Banco de Inglaterra puede solicitar a los tribunales una orden de administración de la entidad una vez que ha tomado la decisión de transferir/vender parte de sus activos y pasivos, y la entidad residual no puede (o es probable que no pueda) hacer frente al pago de sus deudas como resultado de estas acciones. Estas facultades son similares a las de la FDIC para gestionar el saneamiento y liquidación de bancos en EE.UU. Con el fin de proteger a los acreedores de la entidad residual (9), los tribunales designan un administrador a propuesta del Banco de Inglaterra con amplios poderes para alcanzar dos objetivos: a) apoyar a la entidad adquirente o al «banco puente» y b) mantener operativa la entidad residual o, en su caso, un mejor tratamiento para los acreditados de la entidad residual de aquel que se hubiera derivado de la liquidación inmediata del banco (o sociedad hipotecaria) en situación de crisis.

En suma, la Ley Bancaria de 2009 supone un cambio en el enfoque utilizado tradicionalmente por la legislación británica (*lex generalis*) que reconoce las características especiales de los bancos y su potencial importancia sistémica. El régimen de resolución especial —SRR— (*lex specialis*) confiere a las autoridades una amplia y explícita gama de medidas de saneamiento que pueden aplicar con suficiente discreción sin el consentimiento de los *stakeholders*, asegurando que se minimiza el coste de las crisis financieras.

NOTAS:

(1) The UK Statute Law Database (2009) Banking Act 2009, consultada el 10 de Julio en <BankingAct2009(c_1)-StatuteLawDatabase.mht>

(2) Incluye también sociedades hipotecarias y cooperativas.

(3) La parte 1 de la Ley Bancaria de 2009 (secciones 1-89) se refiere a las opciones para estabilizar financieramente la entidad.

(4) Establecidos en la Financial Services Act, 2000.

(5) La Ley Bancaria de 2009 establece que el Tesoro elaborará un «Código de Prácticas» que rija el SRR.

(6) La parte 2 de la Ley Bancaria de 2009 (secciones 90-135) se refiere al nuevo procedimiento de insolvencia. En este sentido, debe de tenerse en cuenta que las leyes de quiebras societarias tienen por objetivo el tratamiento equitativo de todos los acreedores, y no discriminan a los depositantes garantizados.

(7) Tradicionalmente sólo se consideraba la incapacidad cierta o probable de hacer frente a las deudas.

(8) La parte 3 de la Ley Bancaria (secciones 136-168) se refiere al nuevo procedimiento administrativo.

(9) Los acreedores de la entidad pueden ser perjudicados por el retraso de la puesta en marcha del procedimiento de insolvencia como consecuencia de la utilización de este nuevo procedimiento administrativo.

pequeños depositantes y la necesidad de evitar el pánico y su contagio a otros bancos (Dalvinger y Walker, 2009) (25). También en el ámbito del seguro de depósitos existen diferencias considerables entre países. Primero, las funciones de los esquemas de seguro, que en algunos países participan en el proceso de saneamiento y liquidación de entidades, y en otros se limitan a hacer los pagos a los depositantes. Segundo, la administración pública, privada o mixta del fondo. Tercero, la financiación *ex ante* o *ex post* del fondo. Cuarto, el alcance de los depósitos garantizados por el fondo (por ejemplo, en algunos países se excluyen los depósitos de alta remuneración); y quinto, la robustez financiera del fondo (porcentaje de cobertura que el fondo supone sobre los depósitos garantizados, ajuste de las primas al riesgo asegurado). El cuadro n.º 2 presenta la diversidad de la configuración de los seguros de depósito en la Unión Europea.

3. La Directiva europea sobre saneamiento y liquidación de entidades con actividad transfronteriza

Aunque la regulación de la insolvencia bancaria es un componente importante del marco institucional para la estabilidad financiera, los países de la UE tardaron años en llegar a un acuerdo sobre armonización que se hacía, si cabe, más urgente si se tiene en cuenta que las entidades financieras estaban excluidas del Reglamento sobre procedimientos de insolvencia (26). El acuerdo se formalizó en la Directiva 2001/24/CE (27), si bien se trata de un acuerdo de mínimos, como defienden Campbell (2003), Nierop y Stenström (2002), y Hadjiemmanuil (2005). De hecho la Directiva aplicable a las entidades de crédito transfronterizas que operan fuera de sus fronteras a través de sucursales no tiene por objetivo armonizar las legislacio-

nes nacionales sobre saneamiento y liquidación de entidades de crédito, que, como ya hemos visto, son muy diversas, sino establecer el principio de reconocimiento mutuo y coordinación de los distintos procedimientos una vez que los estados miembros decidan iniciarlos. En la práctica, la Directiva se presta a interpretaciones en relación con la definición de las medidas de saneamiento y de liquidación y, como resultado, no las armoniza. Más aún, la Directiva no armoniza la definición del «umbral de intervención» o insolvencia regulatoria, ni se pronuncia respecto a cuál debe ser la autoridad responsable de adoptar las medidas de saneamiento o iniciar el proceso de liquidación, dejando abierta la posibilidad de que el procedimiento se rija por *lex generalis* o *lex specialis*.

Los mecanismos de coordinación se basan en los principios de reconocimiento mutuo (28), igual-

CUADRO N.º 2

DIVERSIDAD DE LOS ESQUEMAS DE SEGURO DE DEPÓSITO EN LA UNIÓN EUROPEA

Financiación	Número de países	Autoridad	Número de países
Ex ante/Mixta	15/6	Sólo pago depositantes.....	18 (Alemania sólo seguro obligatorio)
Ex post	6	Intervención.....	Resto de esquemas de seguro de depósito
Primas	Número de países	Administración **	Número de países
Ajustadas al riesgo	7 (Alemania sólo seguros voluntarios)	Pública.....	16
No ajustadas al riesgo	Resto de esquemas de seguro de depósito	Conjunta.....	7 (2 de Alemania)
		Privada.....	9 (4 de Alemania)
Ratio de cobertura (porcentaje)*	Número de países		
>= 1,0.....	5		
0,5 <= 1,0.....	5		
0,25 <= 0,5.....	5		
0 < 0,25.....	6		
N.D.	6		

Notas: *Ratio que supone el fondo sobre el total de los depósitos elegibles; **La suma es superior a 27, dado que en algunos países hay más de un esquema de seguro de depósitos: Austria (5), Chipre (2), Alemania (6), Italia (2), Portugal (2), España (3).
Fuente: García, Lastra y Nieto (2009).

dad de trato entre los acreedores, y universalidad y unidad en la adopción de las medidas (29), en virtud de los cuales todos los activos y pasivos del banco «matriz» y de sus sucursales en otros estados miembros son saneados y/o liquidados como si se tratara de una entidad legal única. La aplicación de un único procedimiento de insolvencia tiene por objetivo evitar la toma de control de los activos de la entidad en crisis situados en otros estados miembros por parte de sus autoridades —*ring fencing*— con el fin de realizar el pago a los acreedores por transacciones de la sucursal en esos países (30).

En relación con otros mecanismos de coordinación, la Directiva 2001/24/CE es poco concreta respecto a las obligaciones de información de las autoridades administrativas o judiciales del país de origen para con la(s) del (los) país(es) de acogida de las sucursales bancarias sobre la decisión de intervenir la entidad-matriz, ya que sólo menciona que se hará «sin retraso», sin especificar cuándo y cómo. Esta falta de concreción también se observa en el caso de la obligación de información a terceros en el *Diario Oficial* de la Unión Europea.

A menudo, la presencia de las entidades bancarias en otros países de la UE tiene lugar a través de filiales (bancos u otro tipo de entidad financiera). Sin embargo, el saneamiento y liquidación de éstas está fuera del ámbito de aplicación de la Directiva 2001/24/CE. La limitación de su alcance no permite tener en cuenta las sinergias dentro de cada grupo financiero, lo que podría beneficiar a todos los acreedores en el caso de que el grupo bancario necesitara ser saneado o liquidado (31).

Las turbulencias financieras y los acontecimientos del otoño de

2008 llevaron a varios gobiernos a adoptar medidas excepcionales para apoyar a sus bancos nacionales; entre ellas, garantizar ilimitadamente los depósitos. En este contexto, los responsables de política económica de la UE se vieron forzados a dar prioridad a la reforma de la Directiva 94/19/CE (32) relativa a los sistemas de garantía de depósitos, poniendo en evidencia que se había cerrado en falso el proyecto de reforma que la Comisión Europea había puesto en marcha dos años antes (33). Ante la imposibilidad de alcanzar un acuerdo, la Comisión recomendó a los estados miembros que hicieran las mejoras necesarias en relación, entre otros aspectos, con el alcance de los depósitos garantizados y la cuantía de las garantías, sin necesidad de modificar la Directiva. A pesar de lo cual, cuando las turbulencias financieras toman un nuevo cariz en otoño 2008, los niveles de cobertura mínimos (34) y el alcance de los depósitos garantizados eran muy diferentes en los países de la UE. A la vista de estos acontecimientos, la Directiva fue modificada en 2009 (35) con el fin de: a) incrementar la cuantía mínima de los depósitos garantizados (50.000 euros en junio de 2009 y 100.000 euros a finales de 2010) sin hacer referencia a la posibilidad de establecer techos de cobertura (36); b) eliminar las franquicias (*co insurance*) en el seguro de depósitos (37) y c) acortar el plazo de pago de los depósitos asegurados a 20 días hábiles con la posible extensión a 30 días (antes establecido en tres meses con la posible extensión a nueve meses).

Esta reforma de la Directiva 94/19/CE fue una respuesta apresurada a una situación de crisis que dejaba muchas cuestiones sin resolver, en particular las relativas a la coordinación entre estados miembros (papel de los esquemas

de seguro en el procedimiento de saneamiento y liquidación de bancos; obligaciones de información; transferencia de fondos aportados al esquema de seguro de depósito entre países) y la coordinación con otras directivas, en particular las que regulan el capital regulatorio mínimo y el saneamiento y liquidación de entidades de crédito (38).

4. Coordinación entre directivas

Aunque, desde el punto de vista conceptual, la red de seguridad de bancos (*safety net*) es considerada una unidad, las directivas europeas no han adoptado hasta la fecha un enfoque integrado desde el punto de vista regulatorio. Un buen sistema de seguro de depósitos necesita estar apoyado por una buena regulación y supervisión prudencial y por un marco legal para el saneamiento y liquidación de bancos en crisis que permita la salida de entidades insolventes del mercado con un coste público mínimo (Eisenbeis y Kaufman, 2007; Nieto y Wall, 2006). Para ello, las autoridades responsables necesitan tener los incentivos para cooperar entre sí en el ámbito nacional (Benston y Kaufman, 1998). Los incentivos para cooperar en un contexto multinacional como el de la UE son todavía menores (García y Nieto, 2007; Nieto y Schinasi, 2007; Mayes, Nieto y Wall, 2008), puesto que las autoridades darán prioridad a sus intereses, que además están protegidos por la legislación nacional (Lastra, 2007). Los incentivos para la cooperación entre reguladores de los distintos estados miembros se verían favorecidos por la mayor coordinación entre las directivas que regulan los ámbitos de actuación de supervisores, autoridades responsables del saneamiento y liquidación, y esquemas de seguro de depósito en

CUADRO N.º 3

COORDINACIÓN ENTRE SUPERVISIÓN, SANEAMIENTO Y LIQUIDACIÓN, Y SEGURO DE DEPÓSITO DE ENTIDADES

	<i>Directiva de capital</i>	<i>Directiva de saneamiento y liquidación</i>	<i>Directiva de seguro de depósitos</i>
Alcance.....	Filiales y sucursales	Sucursales	Sucursales
Coordinación entre reguladores.....	"Colegios" (supervisores origen y destino)	No "Colegios" Coordinación implícita vía principios (igualdad de trato, unidad, y universalidad)	No "Colegios" Actuación independiente de los esquemas de seguros, y de éstos y las autoridades de saneamiento / liquidación
Información	Se comparte en los colegios, sujeta a requisitos mínimos (incluyendo formatos)	Bilateral No específica en relación con el plazo, formato y medio de transmisión	No hay obligación de compartir información entre los seguros de depósito
Momento de la intervención	Define capital regulatorio mínimo (el Pilar2 no define "umbrales de intervención")	No hay "umbrales de intervención" / definición de insolvencia regulatoria	Compensación cuando los depósitos no estén disponibles
Convergencia	Falta de convergencia de las facultades disciplinarias de los supervisores	Diferencias en la definición de medidas de saneamiento y liquidación y autoridad responsable	Convergencia mínima de las características de los seguros de depósito

Fuente: García, Lastra y Nieto (2009).

la UE (39). Desde el punto de vista de política económica, y por primera vez desde que se inició el proceso de armonización de la regulación bancaria en 1977, los ministros de Finanzas de la UE se comprometieron a llevar a cabo la reforma integral de la red de seguridad de bancos en octubre de 2007 (40), y en ella estamos todavía embarcados.

La coordinación entre directivas es aún más necesaria en ausencia de estructuras centralizadas y de mecanismos robustos de cooperación entre países. García, Lastra y Nieto (2009) identifican cinco aspectos en los que la coordinación sería especialmente deseable: alcance de las directivas; estructuras de actuación coordinada; mecanismos para compartir información entre estados miembros; definición de «umbral de intervención» o insolvencia regulatoria, y convergencia en las facultades de supervisores, responsables del saneamiento y liquidación de entidades y esquemas de seguro de depósitos entre estados miembros (ver cuadro n.º 3).

IV. CONCLUSIÓN Y REFLEXIONES FINALES

A lo largo de este artículo, hemos tratado de presentar las limitaciones del marco institucional descentralizado y de la falta de coordinación de la regulación sobre gestión de crisis financieras transfronterizas en la UE. Estas deficiencias se han hecho particularmente patentes en el contexto de las turbulencias financieras que hemos estado viviendo desde agosto de 2007. En otoño de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, algunos gobiernos se apresuraron a incrementar los niveles de cobertura de sus sistemas de garantía de depósitos y a recapitalizar los bancos en crisis. A pesar del compromiso político de los ministros de Finanzas en el ECOFIN, al comienzo de este periodo de turbulencias, de reformar el marco institucional incluyendo las directivas comunitarias, las reformas hasta la fecha parecen limitadas, particularmente en el ámbito de los esquemas de seguro de depósito y el saneamiento y la

liquidación de entidades bancarias transfronterizas. Estas dos importantes instituciones para la salvaguarda de la estabilidad financiera han sido bastante olvidadas en las estructuras y mecanismos de coordinación explícita entre estados miembros (MoUs y comités de reguladores) que se han creado en los últimos años. Más aún, la coordinación implícita mediante las directivas ha sido sólo de mínimos, y ha resultado a todas luces insuficiente.

Se echa de menos más ambición para implementar el compromiso político del ECOFIN. Como conclusión de este artículo, las reformas podrían centrarse en los aspectos siguientes (García, Lastra y Nieto, 2009):

— En ausencia de una supervisión centralizada de las entidades de crédito transfronterizas, las autoridades nacionales deberían dar prioridad a la convergencia de las facultades y poderes de sanción de los supervisores. Más aún, esta reforma debería ir acompañada de

un reforzamiento de su acción correctiva inmediata basada en criterios objetivos y medibles definidos en términos del capital regulatorio (incluso exigencias de liquidez) de las entidades (Nieto y Wall, 2006)

— La armonización de los esquemas de seguro de depósito debería reforzarse. En particular, y entre otros aspectos, en lo relativo a su papel en el saneamiento y liquidación de entidades en crisis. La coordinación explícita entre esquemas de los estados miembros debería reforzarse (v.gr., intercambios de información)

— Una definición común de «umbral de intervención» o insolencia regulatoria permitiría la sincronización del comienzo de los procedimientos de saneamiento de entidades en crisis en los estados miembros

— La inclusión de las filiales bancarias, e incluso de las sociedades de inversión, cuando éstas tienen importancia sistémica, en el proceso de saneamiento y liquidación podría justificarse por razones de eficiencia económica

— La creación de estructuras de coordinación comunes (supervisores prudenciales, seguros de depósito y autoridades responsables del saneamiento y, en su caso, liquidación) que intercambien información en situaciones de normalidad y de crisis reforzaría los incentivos para cooperar.

La Ley Bancaria de 2009 en el Reino Unido y la propuesta del Tesoro de los EE.UU. de junio de 2009 suponen cambios en los enfoques tradicionales de la gestión de crisis bancarias para hacer frente al desafío que supone la gestión de la crisis de entidades financieras sistémicas. En ambos casos, se confiere a las autoridades una amplia gama de instrumentos de

saneamiento, que pueden aplicar con amplio margen de discreción, con la finalidad de preservar la estabilidad del sistema financiero y limitar el coste de la crisis. Todo ello acompañado, a su vez, de mecanismos de rendición de cuentas de las autoridades frente a los *stockholders* de la entidad y a los contribuyentes.

NOTAS

(*) Las opiniones vertidas en este artículo reflejan únicamente los puntos de vista de las autoras, y no corresponden necesariamente con los del Banco de España y el FMI.

(1) La quiebra de Lehman Brothers supuso un cambio en la respuesta de la Reserva Federal respecto al tratamiento de entidades sistémicas en crisis. En los casos de Bear Sterns o AIG, la Reserva Federal había utilizado las facultades que le concedía la Ley —Federal Reserve Act (section 13(3))— que establece la posibilidad de dar crédito (descuento) a «individuos, sociedades y corporaciones» en circunstancias «inusuales y exigentes»:

«In unusual and exigent circumstances, the Board of Governors of the Federal Reserve System, by the affirmative vote of not less than five members, may authorize any Federal reserve bank, during such periods as the said board may determine, at rates established in accordance with the provisions of Section 14, subdivision (d), of this Act, to discount for any individual, partnership, or corporation, notes, drafts, and bills of exchange when such notes, drafts, and bills of exchange are indorsed or otherwise secured to the satisfaction of the Federal reserve bank: Provided, That before discounting any such note, draft, or bill of exchange for an individual, partnership, or corporation the Federal reserve bank shall obtain evidence that such individual, partnership, or corporation is unable to secure adequate credit accommodations from other banking institutions. All such discounts for individuals, partnerships, or corporations shall be subject to such limitations, restrictions, and regulations as the Board of Governors of the Federal Reserve System may prescribe.»

(2) Icelandic Financial Supervisory Authority.

(3) El Parlamento británico ha pedido al Tesoro que apruebe la legislación necesaria para hacer frente a casos como los de Icesave sin tener que recurrir a la legislación en materia antiterrorista. House of Commons Treasury Committee, «Banking Crisis: The impact of the failure of the Icelandic Banks: Responses from the Government and the Financial Services Agency to the Committee's Fifth Report of Session 2008-09», 16 de junio de 2009.

(4) «Iceland hits impasse over lost savings», *Financial Times*, 11 de agosto, 2009.

(5) Las coberturas no fueron las mismas en todos los países. Por ejemplo, las autoridades irlandesas sólo garantizaron los depósitos de los bancos irlandeses y sus sucursales extranjeras.

(6) 2894th Economic and Financial Affairs Council Meeting, Luxemburg 7 de octubre de October, 2008 (ver http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/eco/fin/103250.pdf).

(7) El importe total de los programas de recapitalización bancaria era de 273,8 millardos de euros en marzo de 2009 (Report from the Commission State Aid Scoreboard, Primavera, 2009 Update. Special Edition on State Aid Interventions in the Current Financial and Economic Crisis. Bruselas, 08.04.2009 COM(2009) 164).

(8) A lo largo de este artículo, utilizaremos indistintamente los términos «entidad de crédito» y «banco»

(9) Las respuestas de los responsables de política económica plantean cuestiones desde el punto de vista de la competencia entre entidades de crédito en la UE. Más aún, pueden poner en peligro el principal objetivo de la regulación comunitaria: mantener un terreno de juego lo más igualado posible entre entidades y estados miembros. En el momento de escribir este artículo, la Comisión Europea había tomado bajo consideración 50 programas de apoyo al sector financiero sin plantear objeciones a la mayoría de ellos (sólo en tres casos su decisión estaba condicionada, si bien todas han estado sujetas a revisión). En la Comunicación de la Comisión de Julio, 2009 se dice: «State aid rules provide a tool to ensure the coherence of measures taken by those Member States which have decided to act. However, the decision whether to use public funds, for example to shelter banks from impaired assets, remains with the Member States. In some instances, financial institutions will be in a position to handle the crisis without major adjustment or additional aid. In some other cases, State aid may be necessary, in the form of guarantees, recapitalization or impaired asset relief.» (ver http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/restructuring_paper_en.pdf).

(10) El artículo fue preparado para la conferencia sobre *Regulatory Response to the Financial Crisis* organizada por la LSE el 19 de enero de 2009.

(11) La función de prestamista de última instancia o liquidez de emergencia de los bancos centrales nacionales queda fuera del alcance de este artículo.

(12) En el momento de escribir este artículo, el Comité de Supervisores de Basilea ha publicado un informe consultivo con las recomendaciones de su grupo de trabajo sobre gestión de crisis bancarias (ver <http://www.bis.org/publ/bcbs162.htm>).

(13) International Monetary Fund and World Bank, abril de 2009, «An overview of the Legal, Institutional, and Regulatory Framework for Bank Insolvency»

(14) Esta propuesta iba más allá al diseñar incentivos para que las autoridades involucradas en la gestión de crisis bancarias (supervisores, Reserva Federal, FDIC y el Tesoro) cooperaran entre ellas.

(15) La cuestión más amplia de porque se regula la actividad bancaria se puede abordar desde distintos puntos de vista. Alepuz (2007) la justifica desde el punto de vista jurídico. Véase Corrigan (2000) para una perspectiva económica.

(16) El «banco puente» es una institución que las autoridades crean con carácter temporal para asumir las actividades de negocio «viables» de la entidad en crisis, mientras está se mantiene operativa. El carácter temporal se deriva del hecho de que el «banco puente» está llamado a ser adquirido por otra entidad, al mismo tiempo que la entidad en crisis que ha mantenido las actividades de negocio no viables está llamada a ser liquidada de una forma ordenada. El «banco puente» permite a la entidad adquirente realizar la valoración de activos y pasivos (*due diligence*) y a los depositantes tener acceso a la liquidez de sus cuentas bancarias y a los sistemas de pago.

(17) Esta figura del «banco puente» existe en EE.UU., Canadá y recientemente se ha establecido en el Reino Unido.

(18) Este es el enfoque de la Directiva 2001/24/CE.

(19) Artículo 1 del Protocolo 1 de la Convención Europea de Derechos Humanos:

«Every natural or legal person is entitled to the peaceful enjoyment of his possessions. No one shall be deprived of his possessions except in the public interest and subject to the conditions provided for by law and by the general principles of international law. The preceding provisions shall not, however, in any way impair the right of the State to enforce such laws as it deems necessary to control the use of property in accordance with the general interest or to secure payment of taxes or other contributions or penalties.»

(20) Véase. http://www.bde.es/regulacion/funciones/MoU_2008_Final_1_June-with_list_of_signed_parties_REV.pdf

(21) Principios básicos para una supervisión bancaria eficaz, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (<http://www.bis.org/publ/bcb129esp.pdf>).

Principio 23 - Potestades correctivas del supervisor: los supervisores deben contar con una gama adecuada de herramientas de supervisión que les permita aplicar medidas correctivas oportunas. Esto incluye la capacidad de revocar, cuando sea necesario, licencias bancarias o recomendar su revocación.

(22) La transferencia de activos es uno de los aspectos en los que se ha centrado la Consulta de la Comisión Europea sobre la Directiva de saneamiento y liquidación de entida-

des de crédito con actividad transfronteriza. «Summary of the public consultation on the reorganization and winding-up of credit institutions» European Commission, Internal Market and Services DG, diciembre 2007: 20-21. http://ec.europa.eu/internal_market/bank/windingup/index_en.htm

(23) Por ejemplo, en EE.UU., la FDICIA de 1991 establece la acción pronta correctiva (PCA) del supervisor cuando la ratio de capital regulatorio, definido en términos de capital tangible sobre activos totales (apalancamiento), se sitúa por debajo del 2 por 100. Una vez alcanzado ese punto sin que los accionistas del banco hayan podido aportar el capital suficiente para evitar el deterioro de la solvencia, el supervisor interviene la entidad cuya propiedad se transfiere a la FDIC.

(24) La constitución de un banco «malo» supone la separación de los activos de buena y mala calidad en entidades distintas. Éste ha sido, por ejemplo, el instrumento diseñado por las autoridades irlandesas para sanear las entidades de crédito. Una agencia (*National Asset Management Agency*) comprará créditos de mala calidad, fundamentalmente créditos a promotores inmobiliarios.

(25) La racionalidad económica de asegurar sólo a los pequeños depositantes (individuos o pequeñas empresas) se basa en la presunción de que no tienen la capacidad de conocer en todo momento la situación financiera del banco en el que realizan sus depósitos.

(26) Reglamento (FDIC) n.º 1346/2000 del Consejo, de 29 de mayo de 2000, sobre procedimientos de insolvencia, DO L 160 de 30.6.2000

(27) Directiva 2001/24/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito (DOUE de 5 de mayo, 2001).

(28) Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición) (DOUE de 30 de junio, 2006).

(29) El enfoque universal y único definido en el segundo apartado de este artículo consiste en alcanzar una resolución de la insolvencia bancaria mediante la acción coordinada de los procedimientos abiertos en distintos estados miembros, con una de las autoridades (administrativas o judiciales) tomando el liderazgo y el resto llevando procedimientos secundarios (*ancillary procedures*) que apoyen las actividades de la autoridad que lidera.

(30) Las autoridades de los EE.UU. utilizan esta política con las sucursales de bancos extranjeros que operan en ese país.

(31) El ámbito de aplicación de la Directiva es otro de los aspectos sobre los que se ha centrado la consulta de la Comisión Europea sobre la Directiva de saneamiento y liquidación de entidades de crédito con actividad transfronteriza: «Summary of the public consultation on

the reorganization and winding-up of credit institutions», European Commission, Internal Market and Services DG, diciembre 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/bank/windingup/index_en.htm

(32) Directiva 94/19/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos (DOUE de 31 de mayo, 1994), modificada por la Directiva 2009/14/EC, de 11 de marzo de 2009.

(33) En 2006, la Comisión Europea reconoció que la Directiva 94/19/CE necesitaba revisión para hacer frente a los desafíos que planteaban las entidades de carácter transfronterizo. En aquellos momentos la armonización era más urgente en dos aspectos: nivel de las garantías (cobertura del seguro de depósito) y plazo de reembolso a los depositantes.

(34) Catorce países tenían garantías mínimas de 20.000 euros o inferiores, once países tenían garantías de hasta 50.000 euros, un país tenía garantías entre 50.000 y 100.000 euros y un país tenía garantías por encima de 100.000 euros.

(35) Directiva 2009/14/EC, de 11 de marzo de 2009. http://ec.europa.eu/internal_market/bank/guarantee/index_en.htm

(36) Para un análisis teórico sobre este punto, ver Hardy y Nieto (2008).

(37) La crisis de Northern Rock, en 2007, había puesto de manifiesto los problemas en este sentido cuando los depositantes se agolparon a las puertas del Banco con el fin de recuperar el valor nominal de sus depósitos antes de que las autoridades intervinieran la entidad y pusieran en marcha el seguro de depósitos, que en aquel momento contaba con una franquicia. En virtud de la misma, los depositantes asumían parte del riesgo en el seguro de sus depósitos y se aplicaban recortes (*hair cuts*) en el valor nominal de éstos en el momento de hacer efectiva la garantía.

(38) En el momento de escribir este artículo, la Comisión Europea tenía abierto un nuevo proceso de consulta con el fin de emprender una nueva reforma de la Directiva 94/19/CE.

(39) La coordinación entre directivas aplicables en situaciones de crisis bancarias transfronterizas abarca otras directivas y regulaciones tales como las relativas a las ayudas de Estado, acuerdos sobre garantías, abuso de posición dominante en el mercado e instrumentos financieros, entre otras.

(40) Council of the European Union, Economic and Financial Affairs, 9 de octubre de 2007. http://www.consilium.europa.eu/ue-docs/cms_Data/docs/pressData/en/eco-fin/96351.pdf.

BIBLIOGRAFÍA

ALEPUZ, J. A (2007), «Banca central y regulación bancaria: ¿Dónde estamos?», *VII Reu-*

<p>nión <i>Abogados Banca Central</i>, Madrid, 27 de junio de 2007.</p> <p>BENSTON, George J., y George G. KAUFMAN (1988), <i>Risk and Solvency Regulation of Depositor Institutions: Past Policies and Current Options</i>, Nueva York, Salomon Brothers Center, Graduate School of Business, New York University.</p> <p>— (1998), «Deposit insurance in the FDIC improvement Act: The experience to date», Federal Reserve Bank of Chicago, <i>Economic Perspectives</i>, Segundo trimestre: 2-20.</p> <p>BLISS, Robert R. (2007) «Multiple regulators and insolvency regimes: obstacles to efficient supervision and resolution», en MAYES, D. y WOOD, G. (eds.), <i>The Structure of Financial Regulation</i>, Routledge, Nueva York, NY: 132-54.</p> <p>CAMPBELL, A. (2003), «Issues in cross-border bank insolvency: The European Community Directive on the reorganization and winding up of credit institutions», <i>Current Developments in Monetary and Financial Law</i>, vol. 3, International Monetary Fund, Washington DC.</p> <p>ČIHÁK, M., y ERLEND Nier (2009), «The need for special resolution regimes for financial institutions- The case of the European Union», <i>IMF Working Paper/09/200</i>, IMF, Washington, septiembre.</p> <p>CORRIGAN, G. (2000), «Are banks special? A revisitación», <i>The Region</i>, Federal Reserve Bank of Minneapolis, número especial.</p> <p>EISENBEIS, R.A., y George KAUFMAN (2007), «Cross border banking: challenges for deposit insurance and financial stability in the European Union», en BENINK, H., GOODHART, C.A.E. y LASTRA, R.M. (eds.), <i>Prompt Corrective Action and Cross-Border Supervisory Issues in Europe</i>, LSE's Financial Markets Group Special Paper n.º 171, Financial Markets Group, Londres, abril.</p> <p>EUROPEAN CENTRAL BANK —ECB— (2008), <i>Financial Integration in Europe</i>.</p> <p>FREIXAS, Xavier (2003), «Crisis management in Europe», capítulo 4 en J. KREMERS, D. SCHOEN-</p>	<p>MAKER y P. WIERTS (eds.), <i>Financial Supervision in Europe</i>, Edward Elgar, Cheltenham.</p> <p>GARCIA, Gillian G.H. (2009a), «Sovereignty versus soundness: Cross-border/interstate banking in the European Union and the United States: Similarities, differences and policy issues», <i>Contemporary Economic Policy</i>, vol. 27, n.º 1: 109-129.</p> <p>— (2009b), «Ignoring the lessons for effective prudential supervision, failed bank resolution and depositor protection», <i>Journal of Financial Regulation and Compliance</i>, vol.17, n.º 3: 186-209.</p> <p>GARCIA, G.G.H. y María J. NIETO (2007), «Preserving financial stability: a dilemma for the European Union», <i>Contemporary Economic Policy</i>, vol. 25 n.º 3: 444-458.</p> <p>GARCIA, G.G.H.; Rosa M. LASTRA, y María J. NIETO (2009), «Bankruptcy and reorganization procedures for cross-border Banks in the EU: Towards an integrated reform of the EU safety net.», <i>Special Paper 186 London School of Economics Financial Markets Group</i>, mayo.</p> <p>GOODHART, Charles A. E., y Dirk SCHOENMAKER (2006), «Burden sharing in banking crises in Europe», <i>LSE Financial Markets Group, Special Paper n.º 163</i>, septiembre.</p> <p>— (2009), «Fiscal burden sharing in cross-border banking crisis», <i>International Journal of Central Banking</i>, 5.</p> <p>HADIEMMANUIL, C. (2005), «Europe's universalist approach to cross-border bank resolution issues», capítulo 15 en Evanoff, D. y Kaufman, G. (eds.) <i>Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies</i>, World Publishing, Singapur.</p> <p>HARDY, D., y María J. NIETO (2008), «Cross-border coordination of prudential supervision and deposit guarantees», <i>IMF Working Paper/08/283</i>, IMF, Washington, diciembre.</p> <p>HÜPKES, E.H.G. (2000), <i>The Legal Aspects of Bank Insolvency: A Comparative Analysis of Western Europe, the United States and Canada</i>, Kluwer Law International, La Haya.</p> <p>— (2003), «Insolvency - why a special regime for banks?», <i>Current Developments in Mo-</i></p>	<p><i>netary and Financial Law</i>, vol. 3, IMF, Washington DC.</p> <p>— (2005), «Too big to save - towards a functional approach to resolving crises in global financial institutions», en EVANOFF, D. y KAUFMAN, G. (eds.), <i>Resolving Large Bank Insolvencies</i>, World Scientific, Singapur.</p> <p>KAUFMAN, G.G. (2004a), «Depositor liquidity and loss sharing in bank failure resolutions», <i>Contemporary Economic Policy</i>, vol. 22: 237.</p> <p>— (2004b), «FDIC losses in bank failures: has FDICIA made a difference?», <i>Economic Perspectives</i>, vol. 28: 13-25, tercer trimestre.</p> <p>LASTRA, Rosa M., (2007), «Cross border resolution of banking crises», en EVANOFF, D.D., LABROSSE, J.R. y KAUFMAN, G.G. (eds.), <i>International Financial Instability: Global Banking and National Regulation</i>, vol. 2, World Scientific Publishing, Singapur: 311-330.</p> <p>MAYES, David; María J. NIETO, y Larry WALL (2008) «Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: Is prompt corrective action partly the solution?», <i>Journal of Financial Stability</i>, vol. 4, n.º 3: 223-257.</p> <p>NIEROP, E., y Mikael STENSTRÖM (2002), «Cross-border aspects of insolvency proceedings for credit institutions: a legal perspective», ponencia presentada en el <i>International Seminar on Legal and Regulatory Aspects of Financial Stability</i>, en Basilea.</p> <p>NIETO, María J., y Garry SCHINASI (2007), «EU Framework for Safeguarding Financial Stability: Towards an Analytical Benchmark for Assessing its Effectiveness», <i>International Monetary Fund Working Paper WPI/07/260</i>, Washingtong D.C.</p> <p>NIETO, María J., y Larry WALL (2006), «Preconditions for a successful implementation of supervisors' prompt corrective action: Is there a case for a banking standard in the EU», <i>Journal of Banking Regulation</i>, 7, 3/4: 191.</p> <p>SINGH, Dalvinder, y David WALKER (2009), «The European Deposit Guarantee Directive: An Appraisal of the reforms», en J.R. LABROSSE, R. OLIVARES-CAMINAL y D. SINGH, <i>Financial Crisis Management and Bank Resolution</i>, Londres, Informa Law: 155.</p>
--	---	--

Resumen

La crisis financiera ha marcado el inicio de una nueva ola de cambio e intensificación de la intervención pública en el sistema financiero. Es necesario pues, trabajar para que la gran reforma en curso tenga éxito en el difícil desafío de aprovechar el potencial de generación de bienestar de un sistema financiero abierto y basado en el mercado. La reflexión en este artículo sobre el sistema financiero, y su relación con la economía real, comienza con la propuesta de un paradigma teórico alternativo al de la eficiencia de los mercados financieros. A su vez, se plantean los elementos fundamentales que debe tener el nuevo sistema de regulación, considerando los fallos de mercado que debe abordar. Nos detenemos, finalmente, en algunos de los desafíos de la correcta aplicación de la regulación y del tratamiento de las entidades sistémicas.

Palabras clave: crisis financiera, bienestar, economía real, sistema regulatorio.

Abstract

The financial crisis has established the beginning of a new trend of change and intensification of public intervention in the financial system. It has become necessary to work towards ensuring the success of the major current reform considering the difficult challenge of making the most of the potential welfare generation of an open market-based financial system. Thoughts concerning the financial system and its relation with real economy in this article commence with the proposal of a new theoretical framework, as an alternative to that of financial markets' efficiency. At the same time, the fundamental issues to be applied by the new regulatory system are stated, considering the market failures that should be dealt with. We finally detain ourselves in some of the challenges of the correct regulatory application and of systemic entities' treatment.

Key words: financial crisis, welfare, real economy, regulatory system.

JEL classification: G00, G10, G18.

APUNTES PARA UNA TEORÍA POST-CRISIS DE LA INTERVENCIÓN PÚBLICA EN EL SISTEMA FINANCIERO

Gonzalo GARCÍA ANDRÉS

Técnico Comercial, Economista del Estado

*Simply stated, the bright new financial system
—for all its talented participants, far all its rich rewards—
has failed the test of the marketplace*

Paul Volcker, *The Economic Club of New York*, abril 2008

I. INTRODUCCIÓN

AL final el ciclo se vengó, y lo ha hecho con saña y de forma inesperada. La fuerza desencadenante de la peor crisis que ha vivido la economía mundial en muchas décadas ha sido el sistema financiero de los países desarrollados. Esta vez los problemas surgieron de los centros financieros donde los bancos de inversión sostenían los mercados mayoristas más sofisticados; en pocas semanas, se propagaron al resto de sistemas financieros de los países desarrollados. Y en poco más de un año, la dislocación financiera se aceleró hasta generar una crisis sistémica de carácter global.

Las autoridades públicas dieron una respuesta coordinada sin precedentes, utilizando toda la capacidad de estímulo macroeconómico e interviniendo en el sistema financiero mediante la asunción masiva por parte del Estado de pérdidas y riesgo de entidades financieras privadas. El FMI calcula que el conjunto del apoyo público al sector financiero en las economías avanzadas se ha situado en torno al 30 por 100 del PIB (FMI, 2009).

Desde una perspectiva de economía del bienestar, la crisis ha revelado una ineficiencia masiva en

el funcionamiento de la economía en la cual el sistema financiero ha tenido un protagonismo destacado. El foco inicial se situó en el mercado de hipotecas de alto riesgo estadounidense, que canalizó un volumen creciente de fondos hacia la financiación de viviendas que los propietarios no van a poder pagar. La traslación de estos problemas de asignación a través del mercado de titulización engendró después una espiral de ineficiencia masiva y explosiva. El cambio en las condiciones de liquidez y de aversión al riesgo puso de manifiesto que la ineficiencia en la asignación de la inversión, y en la valoración y gestión de los riesgos, afectaba también a otros segmentos de la industria financiera. Los precios de los instrumentos financieros desaparecieron o dejaron de reflejar los fundamentos económicos, el flujo de financiación a la economía real se secó y la asunción de riesgos se desplomó. La incertidumbre se disparó y el gasto se contrajo bajo el peso del racionamiento de la financiación y del aseguramiento, así como del miedo ante el futuro.

El resultado ha sido una dinámica de descoordinación acumulativa de los planes de los agentes que tiende a generar una brecha creciente entre la demanda nominal y el nivel de producción po-

tencial. Los costes reales de la crisis están siendo significativos en términos de caída del PIB y aumento del desempleo. La respuesta de política económica ha conseguido evitar otra Gran Depresión, lo cual es un logro indiscutible y de gran valor social. Pero para la teoría económica lo relevante es la magnitud del problema de eficiencia que la dinámica de la crisis podría haber generado en ausencia de una respuesta pública como la observada.

Es preciso revisar la teoría normativa a la luz de la experiencia de la crisis. En este artículo, nos proponemos empezar la reflexión por el sistema financiero y su relación con la economía real. Es cierto que hay visiones de la crisis que la atribuyen a factores distintos del mal funcionamiento del sistema financiero, como los desequilibrios globales o decisiones públicas equivocadas (Taylor, 2009). Pero la realidad es que ya está en marcha una reforma profunda del marco institucional de la actividad financiera global cuyo punto de despegue fue la Cumbre del G-20 de 2 de abril de 2009 en Londres. Esta reforma, que aspira a conformar un nuevo orden financiero global, supone un giro radical respecto a la visión dominante de la intervención pública en el sistema financiero previa a la crisis. Sin embargo, la articulación del sustrato teórico de este nuevo orden es una tarea que apenas ha comenzado (1). Como modesta contribución a este empeño empezaremos esbozando un paradigma teórico alternativo al de la eficiencia de los mercados financieros; posteriormente, expondremos los elementos fundamentales que debe tener el nuevo sistema de regulación, relacionándolos con los fallos de mercado que debe abordar. En tercer lugar, nos detendremos en algunos de los desafíos que tiene

la correcta aplicación de la regulación, y terminaremos ocupándonos de uno de los temas todavía abiertos en la reforma en curso: cómo tratar a las entidades sistémicas.

II. EN BUSCA DE UNA ALTERNATIVA AL PARADIGMA DE LA EFICIENCIA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La historia de la teoría financiera en las últimas décadas ha discurrido con cierto paralelismo respecto a la evolución de la teoría económica y las principales controversias normativas. Aun así, ha habido factores específicos relacionados con la economía política de la intervención pública y con las propias experiencias de presión financiera, innovación y crisis, que han tenido una influencia determinante.

El divorcio entre las perspectivas micro y macroeconómicas que supuso la interpretación de la teoría de Keynes por la Escuela de la Síntesis Neoclásica tuvo un coste particularmente alto en lo que se refiere a la adecuada comprensión del funcionamiento del sistema financiero y su relación con la economía real. Desde la corriente central no se profundizó en la idea de Keynes sobre la importancia de los factores financieros en un entorno de *incertidumbre* en la explicación de los fenómenos macroeconómicos, con algunas notables excepciones (la de Tobin es la más destacada). Así, la teoría financiera moderna se fue construyendo desde los años sesenta como la aplicación de la teoría del equilibrio general competitivo a un entorno de *riesgo* con instrumentos financieros, refinándose y ampliándose al hilo de los cambios en la propia industria financiera.

El concepto de eficiencia de los mercados financieros, expuesto de forma independiente por Fama y por Samuelson en 1965, sirvió de base conceptual para el fértil periodo de crecimiento y profundización posterior. Estos dos economistas dieron un contenido operativo a la idea que ya expuso Bachelier en 1900 sobre el carácter no predecible de los precios de los activos financieros. Samuelson lo formuló señalando que los precios correctamente anticipados fluctuarán de forma aleatoria. Fama acuñó la idea de que los mercados son eficientes porque los precios recogen toda la información disponible.

La hipótesis de eficiencia se reforzó conceptualmente con el supuesto de expectativas racionales, con el que era plenamente consistente. Si los agentes forman sus expectativas utilizando de la mejor forma posible toda la información disponible, y además todos tienen un mismo y único modelo para determinar el valor de los activos, sólo la nueva información afectará a la trayectoria de los precios. La conclusión es que éstos seguirán un paseo aleatorio.

Sobre este armazón neoclásico avanzado se ha edificado toda una explicación del funcionamiento de un sistema financiero moderno, asentada en dos pilares. El primero es la determinación de la estructura de precios relativos de los instrumentos financieros, mediante un enfoque de equilibrio derivado de agentes que maximizan su utilidad esperada, y relaciones de arbitraje que deben cumplirse en un universo desprovisto de costes de transacción. El segundo pilar es una concepción del comportamiento de estos precios a lo largo del tiempo asociada con el movimiento *browniano* (Mandelbrot, 2006), que supone que las distribuciones que generan las variaciones

en los precios son independientes y normales (ausencia de memoria y varianza constante) (2). Combinando estos elementos, se han construido la teoría de la selección de carteras (que se centra en caracterizar y ordenar los conjuntos de elección dentro del universo de instrumentos financieros, partiendo de las varianzas y covarianzas entre los precios de los activos obtenidas con datos históricos), los modelos de valoración de opciones y otros activos financieros, y los métodos de medición y gestión del riesgo de las entidades financieras (como el *Value-at-risk*).

Como sucede con el resto del paradigma neoclásico, esta teoría positiva tenía importantes implicaciones normativas que apuntaban a la conveniencia de reinstaurar la autonomía del mecanismo de mercado en el ámbito de las finanzas. Los mercados financieros dejan de ser *casinos* y pasan a concebirse como sistemas de coordinación que permiten asignar los recursos a sus usos más productivos, sintetizando y diseminando la información, y repartiendo los riesgos. Desde la óptica agregada, pueden ampliar las posibilidades de ahorro e inversión de los países y contribuir a la estabilidad macroeconómica, facilitando la optimización intertemporal de los planes individuales.

Sin embargo, en la etapa de gestación de esta teoría neoclásica de las finanzas, la realidad seguía marcada por una intervención pública muy intensa en la actividad financiera, que hundía sus raíces en la experiencia de la Gran Depresión. El Estado intervenía directamente en las decisiones de asignación de recursos y de fijación de precios, e incluso en la propiedad de las empresas. Pero la influencia de la teoría se empezó a hacer notar desde finales

de los setenta, y desde entonces no ha hecho sino aumentar. Se convirtió en el fundamento normativo del proceso de transformación estructural que experimentaron los mercados financieros de los países desarrollados en los años ochenta y noventa, caracterizado por la liberalización, la privatización, la integración y la *re-regulación*. Se desmantelaron controles de tipos de interés, coeficientes de inversión y controles de cambios; se avanzó hacia la plena libertad en la circulación de capitales y en los pagos, y se reforzó la competencia suprimiendo las barreras a la prestación de todo tipo de servicios financieros en el mismo grupo.

Al mismo tiempo, la intervención pública se reorientó hacia una regulación más respetuosa con los principios de una economía de mercado, reforzando los instrumentos para corregir viejos y nuevos fallos de mercado. Entre los primeros, estaban las crisis bancarias, con los elevados costes externos negativos sobre el resto de la economía. Para hacerlas frente y nivelar el terreno de juego competitivo se fraguó el Acuerdo de Capital de Basilea de 1988, que establecía una relación mínima entre el capital (definido de manera uniforme) y los activos ponderados por el riesgo. Entre las nuevas razones para regular destaca la información asimétrica y los problemas de riesgo moral y selección adversa que puede acarrear. Stiglitz y Weiss (1981) y Stiglitz y Rothschild (1976) mostraron la ineficiencia que la asimetría de información podía producir en los mercados de crédito y de seguros. Posteriormente se fue aceptando que estos problemas afectaban a la gran mayoría de las relaciones contractuales financieras, con particular incidencia en los mercados minoristas.

De esta forma, tras los cambios del periodo 1975-1995, el modelo de intervención pública en los sistemas financieros respondía a un cierto equilibrio entre mercado y regulación, en un entorno cada vez más integrado internacionalmente. Durante la década de los noventa y los primeros años de la actual, el balance del modelo fue mixto. Por una parte, el dinamismo de los mercados financieros parecía poder mejorar los resultados económicos de algunos países (el mejor ejemplo fue la Nueva Economía y los mercados de capital riesgo). Por otra parte, el modelo dio avisos de disfunción a una escala creciente: crisis asiática de 1997, hundimiento y rescate del fondo Long Term Capital Management, crisis en Rusia, Argentina y Brasil, Enron y los fraudes contables...

Se hicieron algunas reformas (como la ley Sarbanes-Oxley o sus correlatos en la UE y en otros centros financieros), se creó incluso el Foro de Estabilidad Financiera para prevenir crisis futuras y se culpó a los países emergentes por la devastación financiera que les asoló. La corriente mayoritaria en los países desarrollados y en las instituciones multilaterales concluyó que los mercados financieros tan sólo se limitaron a reflejar los errores en las políticas económicas y las debilidades estructurales de los países afectados. Vista con la perspectiva actual, esta reacción a las crisis financieras en los países emergentes parece un gran error, además de una gran iniquidad.

La realidad es que, desde finales de los noventa, la transformación estructural en el sistema financiero global había entrado en una fase barroca marcada por la creciente complejidad, la innovación acelerada y el debilitamiento de los mecanismos de interven-

ción pública (3). En EE.UU., la fuerte presión de la industria y la disposición favorable de republicanos y demócratas fue socavando de manera soterrada elementos básicos de la regulación. En la UE, el Reino Unido se erigió en modelo de *regulación ligera*, defendiendo casi siempre la auto-regulación, amparándose para ello en la necesidad de someter a la intervención pública a un criterio riguroso de análisis económico de costes y beneficios. A pesar de la contumaz oposición del bloque latino, esta filosofía de *laissez-faire* acabó dominando la política financiera europea, convirtiéndose la propia Comisión Europea en su más ferviente defensora.

De esta forma, en el periodo 2002-2007, el papel de la intervención pública en el sistema financiero se fue limitando. Se extendió la idea de que los mercados mayoristas no precisaban regulación ni intervención pública alguna; se reformó todo el esquema de intervención por razones prudentiales, asumiendo como buenos los sistemas de gestión de riesgos privados (con el Acuerdo de Basilea II) y potenciando la influencia de los precios de mercado en la regulación y en la toma de decisiones de los agentes privados; se generalizó la utilización del valor razonable en las cuentas de las entidades financieras y se bendijo la noción de la competencia en la regulación, que era un corolario de la visión de optimalidad del mercado. Si las normas no son necesarias, no hay riesgo en debilitarlas mediante una espiral de laxitud. El buen desempeño de la economía mundial en esos años y la capacidad que pareció mostrar el sistema para encajar algunos choques negativos (como la rebaja de calificación de los fabricantes de automóviles estadounidenses en 2005 o la caída del fondo Amaranth en 2006)

alimentó la complacencia. Se pensaba entonces que los nuevos mercados de transformación y transmisión del riesgo de crédito (titulización, derivados de crédito) habían aumentado la eficiencia del sistema, contribuyendo a la estabilidad económica.

Entonces llegó agosto de 2007. Y lo que sucedió en los siguientes 18 meses (hasta la Cumbre del G-20 del 2 de abril de 2009) ha supuesto la falsación inapelable de las tesis normativas del paradigma de los mercados financieros eficientes. La capacidad de coordinación de los mecanismos de mercado quedó desactivada por un entramado de fallos de potencial devastador. Y el comportamiento de los precios ha desbordado la secuencia propia de la normalidad y la independencia, con fluctuaciones que se consideraban casi imposibles y fuertes aumentos de las correlaciones. El más destructivo de los fallos, el más inesperado, y también el de mayor trascendencia a efectos teóricos, es el gran fallo de coordinación asociado con la incertidumbre financiera y macroeconómica. Su primera manifestación fue el estrangulamiento de liquidez en el verano de 2007 y la práctica desaparición de los mercados de titulización y de emisiones de renta fija de entidades financieras. Posteriormente, afectó a la congelación de los mercados interbancarios ante la percepción del riesgo de contrapartida, así como al mecanismo de deflación de activos mediante la reducción del apalancamiento. Y, por último, acabó afectando a la confianza de los agentes en los bancos y a la economía real, cuando la crisis entró en su fase sistémica. Si las autoridades no hubieran intervenido de forma masiva, esta dinámica hubiera conducido a un colapso de la actividad financiera y a una Gran Depresión.

Independientemente de lo que se opine sobre las causas de la crisis, la forma en la que los mercados financieros han reaccionado a ella revela un fallo a gran escala que obliga a repensar cómo tiene que intervenir el sector público para evitar que se reproduzca en el futuro. Pero para entender los fallos de mercado de 2007-2008 se necesita una nueva teoría del funcionamiento de los mercados financieros a partir de las corrientes alternativas que se han ido desarrollando en los últimos años. A nuestro juicio, esta teoría debería tener dos bases fundamentales:

— *Un enfoque microeconómico liberado de la hipótesis de expectativas racionales*, que estudie cómo los agentes con racionalidad limitada deciden e interactúan en un entorno de incertidumbre (4). Lo (2007) lo bautiza como hipótesis de los mercados adaptativos, partiendo de un enfoque evolucionista en el que existen distintos tipos de agentes que tratan de satisfacer sus objetivos con estrategias distintas, aprenden y van ganando o perdiendo importancia en la población en función de sus aciertos. Esta forma de representar el funcionamiento de los mercados financieros, que se detalla también en Beinhocker (2007), sintetiza contribuciones de la economía conductista, la psicología evolucionista y la neuroeconomía. Aunque es pronto para anticipar el resultado de este esfuerzo teórico, es necesario que redefina los dos pilares del paradigma neoclásico tal y como se han formulado anteriormente. El concepto y la aproximación al equilibrio en los mercados financieros debe cambiar, explicitando las consecuencias de la ausencia de un único modelo en términos de fragilidad y tendencia a la inestabilidad. Por otra parte, la concepción de la dinámica de los precios tiene que adecuarse a los efectos de la incer-

tidumbre, afrontando los problemas de distribuciones con colas gordas, que tienden a reducir la significación y utilidad del binomio esperanza-varianza como referencia para la toma de decisiones y la relación rentabilidad-riesgo.

— *Un reconocimiento de la compleja e íntima relación entre el sistema financiero y la economía real, así como de la tendencia endógena hacia la inestabilidad que engendra.* La dinámica de los sistemas financieros modernos tiene un fuerte componente endógeno cíclico, derivado de los errores en la apreciación del riesgo agregado y la retroalimentación entre la evolución de la economía, las expectativas de los agentes en un entorno de incertidumbre y el comportamiento de los precios, el crédito y las estructuras de pasivo de las entidades financieras y de los agentes no financieros. Este ciclo financiero amplifica las fluctuaciones en el PIB y en el empleo, y puede provocar procesos acumulativos de expansión o de contracción en la demanda nominal. Como han señalado Minsky (1986) y Kindleberger (1978), se trata de un rasgo inherente a la economía capitalista desde hace decenios. En las condiciones imperantes en este comienzo de siglo, su manifestación ha sido un periodo de exuberancia que parecía compatible con la estabilidad, seguido de una espiral contractiva cuya virulencia y capacidad de devastación económica tienen pocos precedentes. En cualquier caso, para dar este paso es preciso romper con la visión que sostiene que la economía, dejada a su funcionamiento autónomo, tiende hacia el pleno empleo de los recursos.

Conviene subrayar que esta teoría renovada de la intervención pública no debe conducir al cuestionamiento de un sistema finan-

ciero regido por principios de mercado. El complejo conjunto de instituciones, mercados e infraestructuras que constituyen los sistemas financieros modernos sigue teniendo una gran capacidad de generar eficiencia y bienestar. Ahora bien, para hacerlo necesitan un marco institucional mucho más robusto, basado en la regulación y la supervisión públicas con el objetivo de ayudar al mercado a que funcione bien.

Sí es imprescindible tomar conciencia de la profundidad y la intensidad de los fallos de mercado en la actividad financiera, y reforzar el esquema actual de intervención pública mediante la regulación y la supervisión, de forma coordinada a escala global, para prevenir con determinación los fallos y reducir su severidad.

III. ELEMENTOS DE UN SISTEMA DE REGULACIÓN EN POS DE LA EFICIENCIA

Como sucede siempre al pasar de la reflexión normativa teórica a la economía real, la aplicación de este nuevo enfoque debe plantearse en términos de *segundo óptimo*. La existencia cierta o la probabilidad elevada de que se produzca un fallo de mercado es una condición necesaria para que la intervención pública pueda aumentar la eficiencia, pero no suficiente. La intervención siempre acarrea un coste en forma de distorsión de incentivos, y sólo será socialmente beneficiosa si las ganancias de neutralizar el fallo de mercado son superiores a la distorsión. Esta premisa siempre ha de subrayarse cuando se propone reforzar la intervención pública en la economía. Ayuda a no olvidar las limitaciones de las autoridades a la hora de mejorar la asignación. Pero, en el caso de los

fallos de mercado en el sistema financiero, el sesgo sistemático de las políticas públicas en los últimos años ha sido el de minusvalorar su incidencia, al tiempo que se exageraban los costes de intervenir.

Cuando se piensa en los costes que habrían tenido decisiones como la de obligar a los prestamistas de hipotecas de alto riesgo a suministrar información fiable a los prestatarios, o a documentar los créditos, o la de prohibir a las auditoras ofrecer servicios de consultoría, y se comparan con las ineficiencias que han generado los fallos asociados, el saldo es concluyente. Si la intervención se diseña de manera que se minimice la distorsión y se oriente hacia la corrección del fallo de mercado, es muy probable que acabe resultando beneficiosa socialmente.

La base del esquema de intervención pública que habría que promover es un marco revisado de regulación que tenga como objetivo la corrección de los fallos de mercado desde una perspectiva global. Atendiendo a los documentos de referencia de la reforma de la regulación en curso (G-20, Turner Review, Grupo Larosière, todos ellos de 2009), la fuerza inspiradora de los cambios debe ser la lucha contra el riesgo sistémico. No se habla de tipos concretos de fallos de mercado, sino de todo un conjunto de agentes, prácticas y situaciones que pueden generar riesgo sistémico. Tanto Lo (2008) como los primeros borradores del informe conjunto del BIS-FMI, solicitado por el G-20, destacan la dificultad de definir de manera acotada el concepto de riesgo sistémico, que se asocia con una perturbación en el funcionamiento de los mercados financieros que puede producir un coste económico significativo. De esta forma, cuando se habla

de riesgo sistémico se puede hablar de muchos fenómenos al mismo tiempo, lo que puede inducir a la confusión.

Desde nuestra perspectiva, la interpretación que se debería dar al enfoque sistémico es la de que la regulación aborde la corrección de los fallos de mercado con una visión que integre las complejas relaciones entre los componentes del sector financiero y, sobre todo, la dinámica de retroalimentación entre éstos y la economía real. Con este prisma, consideramos que el marco de regulación que surja de la reforma debería contar con cinco elementos básicos para obtener resultados eficientes de manera estable:

1) *Hacer que las entidades financieras internalicen los costes sociales de su potencial quiebra.* La crisis ha mostrado la intensidad de las externalidades negativas asociadas a las situaciones de pérdidas, iliquidez e insolvencia de los bancos y otras entidades financieras. Afectan a la confianza y provocan contagio, erosionando con rapidez varios de los bienes públicos sobre los que se asienta el funcionamiento del sistema financiero. Tal y como está previsto, los niveles mínimos obligatorios de capital y de liquidez en relación con los riesgos reales deben elevarse, de forma sustancial, para reducir la probabilidad de quiebra. Este ajuste debe ser particularmente grande en las actividades que forman parte del modelo de negocio de banca de inversión, que son las que más protagonismo han tenido en la génesis y propagación de la crisis.

2) *Introducir un conjunto de estabilizadores automáticos que atenúen el ciclo financiero.* La acumulación de errores en las decisiones de concesión de crédito, inversión y endeudamiento, así como

las burbujas en los precios de los activos, deben tratar de moderarse con instrumentos que se activen de manera automática, siguiendo el ejemplo del Presupuesto. Tanto las provisiones como el capital deben ajustarse al alza durante las fases expansivas del ciclo, en las que los bancos tienden a relajar sus estándares de concesión de créditos y a acumular riesgos en sus balances. Cuando llegue la contracción, estos colchones deben utilizarse para minimizar la perturbación en el flujo normal de crédito y otros servicios financieros a la economía real. Estas medidas deben complementarse con otras que corrijan los efectos procíclicos de la aplicación generalizada del criterio contable del valor razonable, así como de la utilización de esquemas de remuneración que provean incentivos a maximizar el valor de la empresa en el corto plazo, a costa de acumular riesgos para el futuro.

3) *Exigir transparencia y garantizar la seguridad de todos los mercados de instrumentos financieros.* Aunque la crisis se ha hecho patente en la debacle de varios bancos, su génesis deriva de la compleja interrelación entre éstos y un conjunto de mercados innovadores en los que participaban también otros agentes, como entidades aseguradoras y *hedge funds*. Mercados como el de titulización, así como otros mercados interbancarios, sencillamente no fueron capaces de encajar la fuerte y generalizada pérdida de valor de los instrumentos ligados a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses. Los mercados mayoristas de renta fija y productos derivados (incluyendo los que tienen como subyacente materias primas) se habían ido desarrollando con una base institucional sostenida en los propios intermediarios: sus contratos tipo, sus procedimientos de negociación y liquidación, sus me-

canismos de solución de incumplimientos contractuales... En muchos casos, los intereses de los intermediarios han conducido hacia la exacerbación de la diferenciación de instrumentos, la negociación descentralizada, la escasez de información pública y los mecanismos más baratos y menos garantistas (para los inversores) de funcionamiento. En este ámbito, la existencia de ciertos costes de transacción es una importante fuente de ingresos para los intermediarios. Ahora, este modo de organización debe cambiar de manera radical. Todos los mercados de instrumentos financieros deberían: a) estar sujetos a requisitos de información *ex post* al público y a la obligación de comunicar todas las transacciones a un registro accesible al menos para los supervisores, que permita también conocer la identidad del propietario final de los instrumentos; b) utilizar esquemas de negociación centralizados cuando la estandarización lo permita, y c) contar con sistemas de compensación y liquidación que permitan reducir el riesgo de incumplimientos en cadena. Se conseguirá así aumentar la eficiencia de los mercados y atenuar los mecanismos de propagación de la crisis a través del riesgo de contrapartida. Además, la transparencia ayudará a mitigar los problemas endémicos de conflicto de interés en el modelo de negocio de la banca de inversión (derivados de mezclar operaciones con terceros y operativa por cuenta propia).

4) *Reforzar la posición de los clientes minoristas, facilitando la toma de decisiones eficientes y protegiéndolos del abuso.* En la mayoría de las crisis financieras (y por supuesto en ésta), la raíz de los problemas está en la distribución masiva a minoristas de productos cuyos términos contractuales no va a poder mantener una

de las partes. Lo que sucede es que, proceda de donde proceda el incumplimiento, la mayor parte de los costes los asume el cliente minorista, y generan además efectos externos negativos sobre el resto de la economía. La información asimétrica y la dificultad de los consumidores para entender las consecuencias económicas y los riesgos de sus decisiones financieras son una fuente de ineficiencia que mina además la confianza de los ciudadanos en el sistema financiero. Para tratar de minimizar el impacto de estos fallos, se debe empezar por facilitar la toma de decisiones eficientes, impulsando la capacitación (mediante educación y asesoramiento financieros independientes) y desarrollando una nueva *infraestructura de información* (Shiller, 2008). Se debería también tratar de incidir en la calidad de la oferta de productos, fomentando la estandarización y la simplicidad, y controlando la transparencia en los costes que paga el cliente. Por último, debe explorarse la vía de limitar o prohibir algunas prácticas que han mostrado su capacidad para dañar a los consumidores y provocar situaciones de crisis (ejemplos son los préstamos con perfiles de reembolso crecientes o la venta de productos de inversión con rentabilidades aseguradas por encima de las del mercado).

5) *Preparar un conjunto de instrumentos de intervención en caso de crisis para resolver entidades no viables, proveer aseguramiento contra la incertidumbre y facilitar la coordinación de las expectativas de los agentes.* La aplicación decidida de los cuatro elementos anteriores reducirá de manera notable la probabilidad de que vuelva a producirse una crisis de magnitud semejante a la de 2007-2008. A pesar de ello, dado que no se puede descartar que volviera a producirse, es pre-

ciso que las autoridades se doten de un esquema de intervención eficaz y ágil, para minimizar la pérdida de eficiencia asociada a una crisis, que incorpore las lecciones de los últimos dos años. En primer lugar, es imprescindible contar con un régimen de intervención y resolución de entidades financieras que permita a los supervisores suspender de forma temporal los derechos de los accionistas en caso de que la viabilidad de la entidad esté amenazada, asumir temporalmente la administración e instrumentar la solución menos costosa (reestructuración, venta a un tercero o liquidación). En el caso de los bancos, este régimen debería estar imbricado con el fondo de garantía de depósitos, entendido éste como una institución que permite coordinar la participación del sector privado en la resolución de las crisis. En segundo lugar, sería deseable explorar fórmulas para que el Estado pueda desempeñar la función esencial de proveer aseguramiento en situaciones de crisis sistémica de la forma más eficaz y menos distorsionante posible. En perspectiva, gran parte de las intervenciones públicas durante esta crisis han revestido la forma de seguro para paliar el fallo de mercado asociado a la drástica reducción de las posibilidades de aseguramiento privadas. Caballero y Kurlat (2009) consideran que el rasgo distintivo de la crisis es la incertidumbre en sentido de Knight, asociada a un cambio súbito de paradigma sobre el funcionamiento de la economía (5). En efecto, la dislocación del mecanismo de mercado ha estado muy relacionada con el *engorde* de las colas de las distribuciones de probabilidades que utilizan los agentes para representar el futuro. Durante varios meses, la probabilidad subjetiva asociada a una nueva Gran Depresión se disparó muy por en-

cima de lo que razonablemente cabía esperar, lo que ha llevado a retraer el gasto, aumentar la liquidez y el ahorro, y disminuir las transacciones. Las acciones de los gobiernos consiguieron finalmente, a la altura de la primavera de 2009, que las distribuciones volvieran a estilizarse, reactivando el funcionamiento del mecanismo de mercado. Este fallo puede atacarse por dos vías. La primera es la del aseguramiento público frente a la incertidumbre: los dos autores citados proponen un mecanismo explícito de seguro público contingente reservado a las entidades consideradas sistémicas, que pagarían al Estado una prima en tiempos normales para poder beneficiarse de la posibilidad de contratar un seguro para sus activos en caso de crisis (6). Su aplicación no estaría exenta de dificultades y potenciales problemas, pero resulta una vía interesante a estudiar. Una segunda vía trataría de afectar directamente a las expectativas de los agentes, para que sus distribuciones de probabilidad volvieran a una situación de normalidad.

IV. SUPERVISIÓN, COORDINACIÓN GLOBAL Y VOLUNTAD POLÍTICA

La mejora del cuerpo normativo no es garantía de que la intervención pública alcance su objetivo de aumentar la eficiencia. Se necesita también que las normas se cumplan de manera efectiva. De hecho, algunos de los más lúcidos análisis sobre la crisis ponen el énfasis en las deficiencias en los mecanismos de aplicación de la regulación. Para que los esfuerzos actuales de alumbrar un nuevo orden financiero global fructifiquen, es preciso un reforzamiento decidido del entramado institucional orientado al cumplimiento de las normas.

No es una tarea fácil. La actividad financiera actual tiene una serie de rasgos que dificultan enormemente la aplicación efectiva de la regulación. Entre ellos, destacamos los siguientes:

— La industria financiera (en particular la mayorista) produce beneficios económicos sustanciales en el país en el que se localiza. Genera un alto valor añadido y emplea personal de alta cualificación y muy alta remuneración relativa (Philippon y Reshef, 2009) (7).

— La demanda de servicios financieros mayoristas tiene una alta movilidad. La progresiva supresión de trabas a los movimientos de capital y la reducción de costes de transacción derivada de los avances en las tecnologías de la información y la comunicación permiten que el capital y la demanda se desplacen hacia aquellos países o jurisdicciones donde las normas son más laxas, o donde éstas se aplican sin control efectivo.

— La industria financiera suele tener una capacidad de influencia política significativa, que aumenta más que proporcionalmente con el peso que tiene en el conjunto de la economía de un país. Esta influencia se utiliza para aumentar los beneficios mediante la limitación en la regulación o la laxitud en el control de su aplicación.

— El negocio financiero es complejo, muy dinámico en su evolución, y los riesgos que lleva asociados no son fácilmente comprensibles ni identificables (Counterparty Risk Management Policy Group II, 2005).

Estos ingredientes han estado presentes, en distinto grado según el caso, en las serias deficiencias de los esquemas de interven-

ción pública puestas de manifiesto por la crisis. Ahora resulta esencial establecer a escala global un acuerdo para poner coto a las potentes fuerzas que tenderán a debilitar la regulación y su cumplimiento, con mayor fuerza a medida que se vaya olvidando la experiencia de la crisis. Este acuerdo debería contemplar tres elementos básicos:

— *Una supervisión de calidad* que conozca el negocio, corrija el rumbo de los agentes privados cuando el mercado se desorienta y tenga capacidad para gestionar una crisis. Un sistema de supervisión satisfactorio necesita capital humano suficiente; un conocimiento estrecho del negocio de las entidades supervisadas y del comportamiento del sector financiero en el contexto de la situación económica general (lo que, a su vez, requiere un cuerpo de inspección eficaz y una capacidad de análisis económico y financiero excelente), y un criterio riguroso en la aplicación de las normas prudenciales, incluidas las contables. Para desempeñar esta difícil tarea sin perturbar de manera excesiva la actividad de las entidades privadas, el supervisor debe tener una autoridad reconocida, que le permita influir en el comportamiento de los supervisados a través de la persuasión, además del correspondiente régimen de infracción y sanción administrativa. Los supervisores de distintos países deben ser capaces de trabajar juntos y cooperar para abordar las situaciones creadas por las entidades transfronterizas. El Banco de España es una institución supervisora que reúne muchos de los factores mencionados, tal y como ha quedado patente con la crisis, apareciendo como un ejemplo para otros países de nuestro entorno.

— *Renunciar a competir en laxitud*, estableciendo estándares de

regulación y supervisión globales. Muchas decisiones públicas sobre las normas financieras y su aplicación se han tomado con el propósito de aumentar el tamaño de la industria financiera en cada país. Los centros financieros han puesto todas sus energías en no quedarse rezagados. Incluso en la UE hay quien ha hecho de la aplicación laxa de las normas una pieza de su estrategia de crecimiento, combinada en ocasiones con regímenes fiscales muy favorables para la inversión extranjera. Los países que han llevado más lejos esta política están pagando ahora sus consecuencias. El problema es que también han generado efectos externos negativos sobre otros muchos sistemas financieros cuyas autoridades han resistido la tentación de entrar en la subasta a la baja del rigor en la regulación y supervisión de su actividad financiera. Para evitar que en el futuro vuelva a suceder, es preciso un acuerdo político para sacar de las funciones objetivo de las autoridades la promoción de la industria financiera nacional.

— *Resistir a la presión de la industria*. Es difícil explicar el alcance del movimiento de relajación de la intervención pública en los mercados financieros en los últimos años sin una perspectiva de economía política que incorpore la influencia de la industria en las decisiones de las autoridades. De manera directa, ha condicionado los resultados de los procesos legislativos (tanto en EE.UU. como en la UE), así como las decisiones de las autoridades supervisoras. El debilitamiento de las facultades de supervisión de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) respecto a los bancos de inversión o la resistencia a un régimen federal de supervisión para entidades aseguradoras grandes, como AIG, son dos ejemplos paradigmáticos. Pero además la industria ha ejer-

cido un gran influjo indirecto sobre el propio paradigma teórico dominante, que ha permeado también la esfera pública, llegando a supervisores, banqueros centrales y ministerios de finanzas. En el futuro, es preciso que las autoridades escuchen las opiniones de la industria, pero tomen sus decisiones atendiendo al bienestar de los ciudadanos. Los intereses de éstos últimos están dispersos y las asociaciones de consumidores e inversores tienen dificultades para coordinarlos y defenderlos con eficacia; en el otro lado, la industria financiera mayorista tiene intereses comunes muy concretos y una gran capacidad financiera e institucional para defenderlos.

Después de las disensiones entre EE.UU. y la UE en la Cumbre de Washington, los acuerdos del G-20 en Londres, en abril de 2009, han sentado las bases de un marco institucional orientado a facilitar el cumplimiento efectivo de las normas a escala global. La pieza fundamental de este marco es el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), que es una versión reforzada y ampliada (con todos los países miembros del G-20 y España) del Foro de Estabilidad Financiera. Uno de los tres comités permanentes del Consejo está dedicado a la implementación de estándares, y en su seno se está desarrollando un procedimiento para la revisión de la diligencia en la aplicación de las normas de los países miembros, y la identificación y lucha contra las jurisdicciones no cooperativas. Otro comité se está ocupando de reforzar la cooperación en materia de supervisión. A pesar de las dificultades que tendrá para alcanzar su objetivo, la creación del FSB es un avance de gran trascendencia. Pero resulta igualmente importante el giro que han experimentado las políticas de EE.UU., el Reino Unido y otros países con gran potencial

financiero, que han pasado de defender de manera abierta la competencia en la regulación a pedir una subasta al alza en el rigor de la aplicación de las normas.

V. COMPETENCIA, RIESGO MORAL Y ENTIDADES SISTÉMICAS

El tratamiento más adecuado para las entidades sistémicas merece una reflexión aparte dentro del esbozo de teoría de la intervención pública que se pretende realizar. Se trata de dar una respuesta satisfactoria a una constatación inquietante: la crisis deja un sistema bancario con entidades más grandes, con más poder de mercado y con la experiencia de haber recibido apoyo público masivo (BIS, 2009). Y coloca a las autoridades ante una difícil tesitura, cuyas primeras manifestaciones se están produciendo ya. Con la estabilización de los mercados financieros y el mantenimiento de las políticas anti-crisis, muchos de los bancos que recibieron ayudas están volviendo a ganar grandes cantidades de dinero para sus directivos, *traders* y accionistas. Además, los acreedores potenciales de estas entidades (inversores y depositantes) pueden tener incentivos a preferir estas entidades frente a otras (distorsión en la competencia), así como a relajar su control y a no exigir remuneraciones acordes al riesgo asumido (riesgo moral) si mantienen el recuerdo de la política de no dejar caer entidades que se aplicó casi de forma generalizada después del hundimiento de Lehman.

Si no se aborda esta cuestión en toda su profundidad, podría enquistarse un problema de eficiencia, que llevaría además asociado un problema de equidad (entre las entidades financieras privadas y los contribuyentes), lo que

podría degenerar en un problema de legitimidad social para el conjunto de la industria financiera.

El debate sobre cómo hacerlo está en pleno apogeo. El FSB se ha comprometido, con ocasión de la Cumbre de Pittsburgh, a proponer al G-20 un conjunto de medidas para aplicar a las entidades sistémicas y reducir el riesgo moral.

De acuerdo con Financial Services Authority (2009), se pueden distinguir tres enfoques de política financiera para abordar el problema:

A) Limitar la naturaleza sistémica de las entidades con medidas estructurales. Una opción sería obligar a las entidades sistémicas a reducir su tamaño, desgajándolas en entidades más pequeñas. La otra es instaurar una separación legal de las actividades financieras, volviendo a un enfoque similar al de la Ley Glass-Steagall. Kay (2009) propone un esquema de banca en el que los depósitos estarían cubiertos al 100 por 100 por activos de alta calidad crediticia. Volcker (2009) y King (2009) sugieren que se explore la prohibición de combinar banca comercial con la negociación por cuenta propia.

B) Reducir la probabilidad de quiebra imponiendo requerimientos prudenciales adicionales. Países como Alemania han defendido la aplicación de exigencias de capital y liquidez adicionales a las entidades consideradas sistémicas. La FSA apoya, de forma preliminar, este planteamiento, que a su juicio se debería aplicar utilizando medidas graduales de importancia sistémica (8) y contribuiría a limitar el riesgo moral, al elevar la parte de los pasivos de la empresa sujetos a pérdida en caso de crisis (9).

C) Facilitar la quiebra o resolución con pérdidas para los acree-

dores en el futuro. Partiendo del reconocimiento de que con el actual marco institucional no ha sido deseable dejar funcionar la disciplina de mercado para que los acreedores sufran pérdidas, se trata de reformar aspectos fundamentales de ese marco para reducir los costes de esa opción en el futuro. Entre las medidas que se están considerando se encuentran la simplificación de las estructuras legales de los grandes grupos transfronterizos (exigiendo una filial en cada país que actúe como cortafuegos en caso de crisis), la obligación de que estas entidades elaboren testamentos (*living wills*) o la desactivación de algunos canales de contagio y propagación de crisis a través de los mercados de instrumentos financieros.

Aunque los tres enfoques tienen elementos interesantes, el tercero nos parece el más prometedor. El primero supondría una vuelta atrás que no resolvería los problemas de estabilidad financiera. El meollo de la crisis no ha sido el contagio de las actividades de banca de inversión a la banca comercial. Empezó por las disfunciones en la concesión de crédito y se concentró en el modelo de banca de inversión y en su interconexión con los mercados de instrumentos financieros a través de la actividad de transformación de vencimientos. La respuesta no puede implicar que las actividades propias de la banca de inversión se dejen fuera del ámbito de la intervención pública con la idea de que se deje quebrar a las entidades la próxima vez. Los bancos de inversión estadounidenses no captaban depósitos, y hubo que rescatarlos (con la excepción de Lehman) porque su caída desordenada habría tenido un grave impacto sistémico.

El segundo enfoque parece más robusto y cuenta con apoyos

muy sólidos entre los principales supervisores y ministerios de Finanzas de los países desarrollados. Pero no está exento de algunos problemas conceptuales y de aplicación que merecen consideración. En primer lugar, tiene que apoyarse en un marco analítico que proporcione una ordenación pública de las entidades con arreglo a su importancia sistémica. Incluso si este marco es continuo, su utilización puede ser contraproducente por dos razones. La primera, y más importante, es la distorsión que generaría en la disciplina de mercado y en la competencia, así como su efecto negativo sobre el riesgo moral. Es muy difícil que la percepción de los potenciales acreedores de las entidades no les lleve a considerar que en aquellas entidades con mayor importancia sistémica tendrán menos probabilidad de asumir pérdidas. Incluso se podría producir una carrera entre las entidades por subir puestos en la ordenación de entidades sistémicas, lo que iría en contra del objetivo perseguido.

La segunda razón es que, aunque el marco analítico sea muy sofisticado, sus resultados no serán suficientemente robustos. El carácter sistémico no es un atributo que se pueda cuantificar, sino el resultado de un conjunto de elementos complejos, interrelacionados y cambiantes cuya apreciación requiere forzosamente un enfoque cualitativo. El tamaño de las entidades o mercados es un ingrediente, pero no resulta imprescindible, como ha acreditado la crisis. Las hipotecas de alto riesgo en EE.UU. o los bancos hipotecarios en el Reino Unido tuvieron efectos devastadores no por el tamaño, sino por la propensión al fallo de la actividad y por el efecto de contagio. Someter a las entidades a requerimientos prudentiales distintos basándose en este

análisis puede acarrear costes de eficiencia significativos a través de la distorsión en las condiciones de competencia y los incentivos perversos para situarse en un lado u otro de la gradación de regímenes prudenciales.

A nuestro juicio, la política de las autoridades frente al problema de las entidades sistémicas debería orientarse hacia la restauración de una disciplina de mercado efectiva que incluya condiciones de competencia equitativas. Este objetivo debería comunicarse con claridad al mercado, dotándole de credibilidad a través de las siguientes decisiones:

— Renunciar a clasificar públicamente las entidades en función de su importancia sistémica. La utilización del marco analítico que se está desarrollando en las instituciones internacionales debería limitarse a una mejora del conocimiento del funcionamiento del sistema financiero y su relación con la economía real.

— Aplicar un enfoque de supervisión cualitativamente más riguroso a aquellas entidades (bancos, aseguradoras, empresas de servicios de inversión, infraestructuras) que por su tamaño o su interconexión (en los análisis internos de los supervisores) puedan ser candidatas a generar problemas sistémicos. La primera condición que deben cumplir es que su estructura legal y su organización interna permitan una supervisión efectiva y reduzcan los costes de eventuales problemas de liquidez o de solvencia. Para las entidades transfronterizas, sería deseable obligar a adoptar una estructura con filiales autónomas en cuanto a su financiación, siguiendo el modelo de los bancos españoles en Latinoamérica. También deberían aplicarse criterios más rigurosos en la gestión del riesgo reputacio-

nal y operativo, así como en el cumplimiento de los principios sobre remuneraciones del Consejo de Estabilidad Financiera.

— Utilizar la política de la competencia para recuperar un nivel de competencia efectiva suficiente en el sistema financiero. Una vez superada la crisis, es preciso utilizar todos los instrumentos disponibles (incluido el desgajamiento de grandes entidades, en casos particularmente graves) para evitar abusos de posición dominante y situaciones cercanas al monopolio en la prestación de algunos servicios. La adopción de medidas enérgicas en este ámbito resulta particularmente indicada en países con mercados de pequeño tamaño, en los que el grado de concentración tras la crisis en los mercados financieros pueda haber alcanzado niveles preocupantes.

— Obligar a todas las entidades a diseñar planes de recuperación y resolución para casos de crisis. La FSA está trabajando para exigir a todas las entidades sistémicamente importantes un ejercicio detallado y continuo de preparación ante situaciones que impliquen riesgo de quiebra. Estos planes incluirán medidas para reforzar la posición de liquidez y de solvencia, estrategias de reducción agresiva del riesgo (venta de negocios, liquidación de posiciones abiertas) y obstáculos para aplicar el régimen de resolución legal aplicable a la entidad. En nuestra opinión, no hay razón para no exigir estos testamentos a todas las entidades, sin perjuicio de que a las más complejas y de mayor tamaño se les exija mayor detalle y esfuerzo.

— Elevar sustancialmente las contribuciones a los fondos de garantía de depósitos, haciéndolas sensibles al riesgo y al tamaño. Durante la crisis, los gobiernos han

ampliado la cobertura de los sistemas de garantía de depósitos y han asumido la cobertura de sus pérdidas potenciales mediante inyecciones de capital en entidades con problemas (cuya quiebra habría generado pasivos gigantes a los fondos), seguros y otras fórmulas de asunción del riesgo. En países con esquemas de financiación *ex ante*, como España y EE.UU., los recursos se están consumiendo con rapidez; en países con esquemas de financiación *ex post*, el Estado ha adelantado dinero, pero no está claro que las entidades vayan a tener que contribuir. Por lo tanto, en medio de tanto lamento por los recobrados beneficios de los bancos, la primera decisión que habría que tomar es una fuerte elevación de las contribuciones a los sistemas de garantía, que idealmente tendrían que evolucionar en todos los países del G-20 hacia la financiación *ex ante*. Esta medida es imprescindible si se quiere mantener al menos un componente mutualista privado en los sistemas de garantía de depósitos; la alternativa es que pasen a ser públicos (que es como han funcionado en la práctica), lo que a nuestro juicio sería un error. En segundo lugar, las contribuciones deberían calcularse de acuerdo con el riesgo de solvencia y de liquidez de cada entidad, añadiendo un elemento penalizador del tamaño que tome en cuenta el efecto externo negativo que para el resto de las entidades tendría la necesidad de indemnizar a entidades grandes.

— Trabajar en la definición de un régimen de intervención y resolución de entidades financieras que impida legalmente que la intervención pública limite las pérdidas para acreedores distintos de los depositantes. Con la experiencia de los últimos dos años, podría parecer inconveniente poner límites legales a las posibilidades

de intervención de las autoridades. Pero es preciso actuar de manera decidida para que los incentivos al exceso de endeudamiento por parte de las entidades financieras, que han estado en el origen de la crisis, se reproduzcan en el futuro. Una opción que se podría investigar es que se exigiera por ley que las intervenciones públicas para contener un problema de solvencia (sea de forma directa, mediante inyección de capital, sea de forma indirecta, a través de esquemas de aseguramiento de activos) tuvieran que ir necesariamente acompañadas de una conversión de un porcentaje de la deuda equivalente al apoyo de capital en instrumentos de capital o cuasi capital.

VI. CONCLUSIÓN

La crisis ha marcado el inicio de una nueva ola de cambio e intensificación de la intervención pública en el sistema financiero. Una vez que se ha moderado la urgencia con la que se acordaron las bases de un nuevo marco global de regulación y coordinación de la supervisión, es preciso trabajar para que la gran reforma en curso tenga éxito en el difícil desafío de aprovechar el potencial de generación de bienestar de un sistema financiero abierto y basado en el mercado.

El primer paso es que la regulación asimile el alcance, la complejidad y los costes de los fallos de mercado, y que se adapte para prevenirlos y corregirlos eficazmente. La aplicación efectiva de las nuevas normas mejorará con el marco creado en torno al Consejo de Estabilidad Financiera, pero precisará de un reforzamiento costoso en tiempo y recursos de las autoridades de supervisión, así como de un apoyo político duradero y firme para arraigarse.

La mayor y mejor intervención pública no debe ser un obstáculo para que el sistema siga rigiéndose por principios de mercado ni para que la globalización financiera siga profundizándose. Hace unos meses, el Estado movilizó todos sus medios para impedir un hundimiento de la industria financiera; ahora toca trabajar para que en el futuro no haya que volver a rescatar entidades privadas. En este mundo convulso de las finanzas, la paradoja es que la intervención pública resulta imprescindible para que el mercado pueda florecer. Y ahora es imprescindible que actúe para restaurar la disciplina de mercado efectiva y la igualdad de condiciones de competencia.

Algunas mentes lúcidas han expresado su escepticismo respecto a la capacidad de las autoridades públicas para embridar la capacidad creativa y destructiva del moderno capitalismo financiero. Pues bien, la experiencia española parece desmentir esta imposibilidad de alcanzar un equilibrio razonable entre mercado e intervención pública en las finanzas. A pesar de algunos problemas en algunos segmentos del sistema bancario, el modelo español de regulación y supervisión ha resistido bastante bien la crisis, gracias a la experiencia de muchos años trabajando desde los sectores público y privado para que el mercado funcione.

NOTAS

(1) En FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2009a) hay un repaso bastante completo de los aspectos teóricos fundamentales que la crisis ha puesto de manifiesto. También se ofrecen pistas en SHILLER (2008) y AKERLOF y SHILLER (2009). BRUNNERMEIER *et al.* (2009) ofrecen un fundamento teórico para el desarrollo de un enfoque macro-prudencial en la regulación.

(2) Este tipo de representación del movimiento continuo estocástico se utilizó por primera vez en el siglo XIX para describir el comportamiento de las partículas en un fluido, y ha encontrado aplicación en los mercados financieros.

(3) Ver BORIO (2007) para una caracterización del proceso de transformación estructural del sistema financiero global.

(4) GARCÍA ANDRÉS (2009) considera que la crisis obliga a buscar un nuevo paradigma para la teoría económica en el que se abandone la hipótesis de expectativas racionales.

(5) Esta interpretación encaja, en la interpretación del impacto de la crisis, con la visión generalmente aceptada del funcionamiento del sistema financiero que se realiza en el apartado II. El choque para los agentes deriva de que se dan cuenta de que su modelo de interpretación de la realidad ya no les sirve para tomar decisiones y entender la evolución de los mercados.

(6) El banco central emitiría *certificados de seguro negociables*, que darían la posibilidad de obtener el seguro a partir del momento en el que el propio banco central declarara la existencia de una crisis sistémica.

(7) El análisis histórico de la importancia económica del sector financiero muestra que, desde la década de los noventa, la industria financiera estadounidense ha vuelto a atraer a los trabajadores de mayor cualificación. Además, el aumento del valor añadido del sector financiero, hasta el 8 por 100 del total en 2006, no se puede explicar por las variables que lo determinan en una perspectiva histórica (relacionadas con la demanda y las oportunidades de inversión de las empresas no financieras).

(8) En respuesta a una petición del G-20, el FMI, el FSB y el BIS han elaborado unas directrices para evaluar la importancia sistémica de las entidades, de acuerdo con el tamaño, la interconexión y la capacidad de contagio.

(9) Una parte del capital adicional podría tomar la forma de capital contingente, a través de deuda que se convertiría en capital en caso de crisis.

BIBLIOGRAFÍA

- AKERLOF, G., y SHILLER, R. (2009), *Animal Spirits*, Princeton University Press.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS —BIS (2009), *Annual Report*.
- BEINHOCKER, E. (2007), *The Origin of Wealth: Evolution, Complexity, and the Radical Remaking of Economics*, Harvard Business School Press.
- BORIO, C. (2007), «Change and constancy in the financial system: implications for financial distress and policy», *BIS Working Paper 237*, octubre.
- BRUNNERMEIER, M., *et al.* (2009), «The fundamental principles of financial regulation», Geneva Report on the *World Economy*, Preliminary conference draft.
- CABALLERO, R., y KURLAT, P. (2009), «The surprising origin and nature of financial crises: a macroeconomic policy proposal», *Docu-*

mento de trabajo presentado en la Conferencia de la Reserva Federal de Kansas City celebrada en Jackson Hole, agosto.

COUNTERPARTY RISK MANAGEMENT POLICY GROUP II (2005), *Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective*.

DE LAROSIÈRE GROUP (2009), *Report to the European Commission*.

FAMA, E. (1965), «Random walks in stock market prices», *Financial Analyst's Journal*.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2009a), *The Turner Review. A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*.

— (2009a) «A regulatory response to the global banking crisis: systemically important banks and assessing the cumulative impact of capital and liquidity reforms», Discussion Paper 09/4.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL —FMI (2009), *Perspectivas Económicas Mundiales. Septiembre 2009*.

GARCÍA ANDRÉS, G. (2009), «El año que falsó la hipótesis de expectativas racionales», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 209, marzo/abril, FUNCAS.

KAY, J. (2009), «Narrow banking. The reform of banking regulation», Center for the Study of financial innovation, *Paper 15*, septiembre.

KINDLEBERGER, C. (1978), *Manias, panics and crashes*, Ed. Wiley, Nueva York.

KING, Mervyn (2009), *Speech to Scottish business organisations*, Edinburgh 20 de octubre.

LO, Andrew W. (2007), «Efficient market hypothesis», en Blume, L. y Durlauf, S., *The New Palgrave: a Dictionary of Economics*, segunda edición, Nueva York, Palgrave MacMillan.

— (2008), «Hedge funds, systemic risk and the financial crisis of 2007-2008», Written testimony for the US House of Representatives Committee on oversight and Government reform.

MANDELBROT, B. (2006), *Fractales y finanzas*, Ed. Tusquets.

MINSKY, H. (1986), *Stabilising an unstable economy*, Ed. Mc Graw-Hill.

PHILIPPON, T., y RESHEF, A. (2009), «Wages and human capital in the US financial industry: 1909-2006» *NBER Working Paper*.

SAMUELSON, P. (1965), «Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly», *Industrial Management Review*.

SHILLER, P. (2008), *The Subprime Solution*, Princeton University Press.

STIGLITZ, J., y ROTHSCHILD, M. (1976), «Equilibrium in competitive insurance markets: An

<p>essay on the economics of imperfect information», <i>Quarterly Journal of Economics</i>, 90(4), noviembre: 629-649.</p> <p>STIGLITZ, J., y WEISS, A (1981), «Credit rationing in markets with imperfect information», <i>American Economic Review</i>, vol. 71.</p>	<p>TAYLOR, John B. (2009), <i>Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis</i>, Hoover Institution Press Publication.</p> <p>VOLCKER, Paul (2009), <i>Statement before the Committee on Banking and Financial Ser-</i></p>	<p><i>vices of the House of Representatives</i>, septiembre.</p> <p>WRAY, R., y TYMOIGNE, E. (2008), «Macroeconomics meets Hyman P. Minsky: The financial theory of investment», The Levy Economics Institute, <i>Working Paper n.º 543</i>.</p>
--	--	--

Resumen

Este trabajo contiene algunas reflexiones sobre la regulación bancaria y su contribución a la estabilidad financiera a raíz de la crisis financiera internacional del período 2007-2009. El tipo de enfoque regulatorio, el nivel de capital y su oscilación a lo largo del ciclo o la gestión del riesgo de liquidez son algunos de los elementos sobre los que se ha abierto un intenso debate, todavía inconcluso.

Palabras clave: regulación, capital, liquidez, reforma, bancos.

Abstract

This paper contains some reflexions on banking regulation and its impact on financial stability stemming from the 2007-2009 financial crisis. The supervisory philosophy, the level of capital and its evolution along the cycle or the management of the liquidity risk are a few elements under an intense debate not yet finished.

Key words: regulation, capital, liquidity, reform, banks.

JEL classification: G21, G28.

REFLEXIONES SOBRE LA REGULACIÓN BANCARIA A RAÍZ DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

Jesús SAURINA (*)

Banco de España

No hagas muchas pragmáticas; y si las hicieras, procura que sean buenas y, sobre todo, que se guarden y cumplan; que las pragmáticas que no se guardan, lo mismo es que si no lo fuesen.

Don Quijote de la Mancha, Segunda Parte, Miguel de Cervantes, 1615

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera internacional que estalló el 9 de agosto de 2007 y se intensificó en marzo de 2008, y sobre todo en septiembre y octubre de 2008, es la más intensa desde la Gran Depresión (Bernanke, 2009). Además, a la crisis financiera se le ha unido una recesión económica mundial que afecta a la mayor parte de países desarrollados y a buena parte de los emergentes (1). La crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de intervención pública de un buen número de gobiernos de países desarrollados inyectando capital para proteger la solvencia, de formas diversas, de un número sustancial de bancos internacionales.

La magnitud de la crisis y su impacto sobre la estabilidad financiera mundial han abierto un debate sobre el comportamiento de los agentes privados (bancos, otros intermediarios financieros, inversores, agencias de calificación, auditores, consultores...), sus incentivos y su capacidad para medir, gestionar y controlar el riesgo; y también sobre el funcionamiento de algunos mercados financieros (2). El debate ha alcanzado además, lógicamente, al marco regulatorio y a la actuación de los reguladores y supervisores financieros.

El objetivo de este trabajo es recoger algunas de las reflexiones que se están realizando en numerosos foros, tanto públicos como privados, sobre la necesidad/conveniencia de realizar cambios en el marco regulatorio en el que se mueven las entidades financieras. En general, la tendencia es a aumentar la regulación en numerosos frentes, endureciendo los requerimientos que deben cumplir las entidades. Antes de entrar en el análisis de las diferentes propuestas y debates sobre cambio regulatorio, parece conveniente realizar algunas reflexiones generales.

En primer lugar, hay que sopesar adecuadamente los cambios regulatorios. Por un lado, es posible que en el pasado el marco regulatorio no fuera todo lo exigente que debería haber sido, pero, por otro lado, también es posible que ahora exista un riesgo de sobre-reacción. Idealmente, si no existiesen necesidades inmediatas de cambios, lo óptimo sería evaluar con cuidado las propuestas de cambio regulatorio, sometiéndolas a un análisis coste-beneficio detallado para asegurarse de que los costes de la nueva regulación no superan a sus beneficios potenciales. Habría que sopesar qué costes sobre la economía real pueden introducir un aumento de los requerimientos de

capital y de liquidez a los bancos o una mayor vigilancia de la innovación financiera. El sistema financiero ha contribuido en las dos o tres últimas décadas, a través de un intenso proceso de innovación financiera, al crecimiento económico. Los mercados financieros han permitido la transferencia de fondos y riesgos, lo que ha contribuido a una mejor asignación de recursos entre ahorradores e inversores. Dificultar o disminuir la intermediación financiera puede tener costes sobre el crecimiento económico a medio plazo.

Es posible que el análisis coste-beneficio ofrezca un saldo positivo a favor de la necesidad de aumentar la regulación. Si éste es el caso, en segundo lugar, hay que pensar detenidamente cuál es el esquema óptimo de implantación de los cambios regulatorios. Un aumento de los requerimientos de capital o de liquidez, aunque pueda estar justificado, quizá no sea óptimo realizarlo de inmediato en un entorno en el que persisten ciertas dificultades en los mercados financieros y en el cual la economía real todavía no parece haberse recuperado satisfactoriamente.

En tercer lugar, hay que evaluar la sostenibilidad a medio plazo de las medidas adoptadas en un momento de crisis. Por un lado, algunos cambios regulatorios requieren un impulso sustancial, y la crisis otorga dicho impulso. Más adelante, una vez superada la crisis financiera y recuperada la economía, los incentivos a realizar los cambios necesarios pueden disminuir sustancialmente. Pero, al mismo tiempo, puede que en un contexto más favorable el cambio regulatorio no sea sostenible porque su impacto sobre el crecimiento económico sea superior al inicialmente previsto. Por lo tanto, podría existir un cierto peligro de realizar numerosos cambios hoy que en un futuro no

muy lejano se revelen como excesivamente costosos.

Finalmente, en cuarto lugar, conviene probablemente no infravalorar la capacidad de aprendizaje de los agentes que participan en los mercados financieros ante una crisis de esta magnitud. Los supervisores van a aumentar el escrutinio sobre productos, mercados y entidades financieras, vigilando el nivel de riesgo asumido y su evolución temporal, estando atentos a posibles fallos en los mercados a la hora de fijar precios y rentabilidades, así como a los incentivos que reciben los gestores y administradores de entidades financieras.

Probablemente, los inversores van a analizar con mucho más cuidado a partir de ahora los instrumentos financieros que adquieren, así como a los intermediarios que se los facilitan, prestando especial atención a la relación entre la rentabilidad ofrecida y el riesgo asumido. Las pérdidas que han sufrido determinados inversores institucionales deberían suponer un cambio de actitud a la hora de configurar sus carteras de inversión. Las entidades financieras también han podido observar la importancia de una correcta medición, gestión y control del riesgo de crédito y de liquidez, lo que debería contribuir a su mejora futura.

En general, la preocupación por entender qué riesgos se están asumiendo y qué resultados se están obteniendo a cambio parece que tardará en olvidarse, tanto entre los inversores como entre las entidades financieras y los reguladores.

La reflexión sobre el marco regulatorio requiere también analizar el comportamiento de los agentes sobre los que ha recaído dicha regulación en el período previo a la crisis. Así, se vuelve a

poner de manifiesto, una vez más, la importancia de los estándares crediticios. Éstos se deterioraron sustancialmente en numerosas entidades de crédito especializadas en la concesión de hipotecas en EE.UU., que estaban sujetas a escasa regulación. La posibilidad de titular rápidamente dichos préstamos, deshaciéndose del riesgo de crédito, contribuyó a aumentar el deterioro de los estándares de concesión de préstamos.

La crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto también la importancia de una correcta medición y gestión del riesgo de crédito, de mercado y de liquidez en las empresas financieras. En algunas ocasiones, los modelos utilizados o la estructura de control no funcionaron adecuadamente, a pesar de su aparente grado de sofisticación.

Existe evidencia también de que en algunas entidades financieras los esquemas de remuneración han estimulado el aumento del volumen de negocio y del resultado a corto plazo (retribuciones variables anuales basadas, en buena parte, en la evolución de los activos y del resultado anual en un mercado alcista), sin tener en cuenta suficientemente el riesgo que, al final, ha acabado manifestándose y afectando a la viabilidad de dichas entidades. Un elevado y creciente nivel de apalancamiento, unido a la responsabilidad limitada de los accionistas y a un volumen muy elevado de beneficios y dividendos, parece haber alineado estrechamente los intereses de accionistas y gestores, frente a los del resto de agentes involucrados en una empresa financiera (bonistas, depositantes, supervisores).

Los inversores privados (fondos de inversión y de pensiones, entre otros inversores institucionales) en algunos casos no fueron capaces

de entender el binomio rentabilidad-riesgo que les ofrecían las entidades y mercados financieros internacionales. Así, compraron productos que ofrecían una rentabilidad relativamente elevada (claramente por encima de la que ofrecía la deuda pública) y con un nivel de riesgo (de acuerdo con las calificaciones crediticias establecidas por las agencias de *rating*) teóricamente muy bajo (máxima calificación crediticia, como la deuda pública de los países más desarrollados). La falta de información sobre el comportamiento de los impagos de unos productos nuevos y complejos, unida a un potencial conflicto de intereses de las agencias de calificación crediticia en relación con los productos estructurados, se añadió al deseo de los inversores institucionales de buscar una elevada rentabilidad para no perder cuota de mercado en la captación del ahorro de familias y empresas, en un contexto de bajos tipos de interés.

La crisis ha puesto en marcha un intenso debate sobre la regulación del sistema financiero. Los políticos, al más alto nivel, los reguladores, la industria y los académicos han presentado propuestas de mejora del marco regulatorio, así como del funcionamiento de las entidades y los mercados financieros (3). El presente trabajo es un recopilatorio de estas discusiones y reformas en marcha, sin pretensión de exhaustividad u originalidad. Las reflexiones suscitadas son de tipo global, aplicables a muchos países, entidades y mercados financieros. Por lo tanto, el trabajo no se centra en el caso español. En cualquier caso, dado el grado de apertura e internacionalización de nuestro sistema financiero y nuestro anclaje regulatorio en la Unión Europea, buena parte de las reflexiones generales y de los cambios regulatorios serán de aplicación también en España.

II. DEBATES REGULATORIOS

1. Enfoque supervisor

La magnitud de la crisis financiera internacional, y sobre todo las enormes dificultades que un número significativo de entidades de elevado tamaño han mostrado, lleva a preguntarse cuál ha sido el papel de los supervisores en los años previos a la crisis. Las dudas sobre el papel de los supervisores afectan a su atención a los estándares de crédito fijados por las entidades en el proceso de admisión de riesgo (el caso de los créditos *subprime* en EE.UU. es paradigmático), la vigilancia del riesgo de liquidez de las entidades, con una creciente dependencia de la financiación a corto plazo mayorista, o el análisis de los incentivos de los gestores de las entidades a asumir riesgo, dadas sus estructuras de remuneración.

Con frecuencia se acusa a los supervisores bancarios de haber enfocado su labor excesivamente a las cuestiones microprudenciales (es decir, en la supervisión entidad a entidad), perdiendo de vista las interacciones y correlaciones entre los balances de las entidades y los mercados financieros, lo que se conoce ahora como el enfoque macroprudencial. Se ha criticado que los supervisores cayeron en la falacia de la composición: si cada entidad es sólida, el conjunto del sistema lo será también, perdiéndose de vista la dinámica de un proceso que llevaba a muchas entidades, en particular a las de elevado tamaño, a avanzar en la misma dirección y de forma crecientemente interrelacionada, aumentando el nivel de riesgo del conjunto del sistema.

Es innegable la importancia de complementar la perspectiva microeconómica del supervisor prudencial con un enfoque macropru-

dencial. Sin embargo, en este proceso de revisión conviene no olvidar un elemento fundamental del proceso supervisor: la aplicación de la normativa establecida. La mayor parte de las reflexiones actuales sobre cómo evitar una crisis como la actual se centra en la necesidad de cambiar urgentemente el marco regulatorio endureciéndolo, olvidando que algunos elementos del marco regulatorio vigente, que han jugado un papel muy significativo en el desarrollo de la crisis, ya eran exigentes.

El problema es que dicha normativa parece que no se aplicó estrictamente en algunos casos. Los argumentos a favor de disponer de una normativa flexible, para no perjudicar a las entidades nacionales en competencia con las de otros países, con las implicaciones que ello tenía en términos de volumen de negocio, empleo, presencia internacional y prestigio, acabaron predominando en un contexto de mercados financieros y de situación económica muy benigno. En este entorno se sobrevaloró también la capacidad de gestión del riesgo que tenían las entidades, probablemente debido, en parte, a la creciente complejidad de los productos financieros y a la dificultad de su comprensión para aquellos que no comercian con ellos a diario.

Un ejemplo de lo anterior lo constituye el desarrollo de vehículos fuera de balance para la adquisición de instrumentos financieros a medio y largo plazo financiados mediante la emisión de valores con vencimiento a muy corto plazo, garantizados mediante dichos instrumentos. Una parte significativa de las dificultades que han experimentado numerosas entidades financieras internacionales se deben al tamaño que alcanzaron estos vehículos que situaron fuera de su balance, denomina-

dos *conduits* y *SIV* —*Structured Investment Vehicles* (4).

En la mayor parte de las ocasiones, estos vehículos estaban promovidos por las propias entidades. Eran ellas las que tomaban las decisiones de inversión y financiación del vehículo. Su volumen era muy elevado, generando importantes ingresos para el banco que los promovía. El tipo de negocio, financiación a corto plazo en el mercado mayorista para adquirir valores a medio y largo plazo, era muy parecido al negocio bancario que las entidades desarrollan dentro de su balance. Además, las entidades tenían firmados compromisos explícitos para proveer de liquidez al vehículo (*conduit*) en caso de que éste no consiguiera renovar su financiación a corto plazo (algo que ocurrió a partir del 9 de agosto de 2007). En el caso de los *SIV*, aunque la provisión de liquidez por parte del banco no era explícita en todos los casos, éstos se vieron obligados a llevarla a cabo por motivos reputacionales, dada su enorme implicación en el vehículo. Las normas internacionales de información financiera (NIIF o IFRS, en sus siglas en inglés), dadas las características descritas de estos vehículos, señalaban la necesidad de que las entidades los consolidaran y, por tanto, de acuerdo con la normativa de solvencia internacional, el banco tenía que tener recursos propios para hacer frente al riesgo de los activos adquiridos (5). Una buena parte de los bancos internacionales no los consolidaron y, por tanto, no aportaron recursos propios, sin que los auditores o los supervisores se opusieran efectivamente a estas prácticas.

De forma muy simplificada y resumida, los *conduits* y *SIV* eran como bancos paralelos sin capital. Su actividad fundamental era muy

similar a la del banco que los patrocinaba (financiarse a corto y prestar a medio y largo plazo). El ahorro de requerimientos de capital que estas estructuras permitían estimuló su fuerte crecimiento en el período previo a la crisis. ¿Se necesitaba una regulación más dura respecto a *conduits* y *SIV*? La respuesta es que probablemente no. Lo que se necesitaba era aplicar la normativa contable y, a continuación, ser consecuente desde el punto de vista prudencial, exigiendo recursos propios a estos vehículos, como si sus activos estuvieran dentro del balance del banco. Cuando se les exige capital a las entidades para los citados vehículos, una buena parte de su atractivo desaparece.

Si cada supervisor nacional hubiera requerido recursos propios a cada entidad que tuviera *conduits* o *SIV*, la situación financiera de las entidades que los desarrollaron hubiera sido, muy probablemente, mucho mejor, con las repercusiones que eso hubiera tenido para el conjunto del sistema. Esta crisis muestra que la supervisión entidad a entidad (microprudencial, como se la denomina ahora para distinguirla de la macroprudencial) y el cumplimiento de la normativa entidad a entidad es un pilar básico para asegurar la salud de un sistema financiero. Y además tiene repercusiones positivas para el conjunto del sistema. El énfasis en lo macroprudencial domina el debate actual. Sería muy importante, sin embargo, no olvidar que una parte sustancial de la crisis tuvo su origen en la falta de cumplimiento de la normativa microprudencial.

Se puede argumentar que el episodio de los *conduits* y *SIV* no es más que un ejemplo de una forma de entender la supervisión financiera. Frente a un enfoque tradicional de la supervisión ban-

caria basado en un seguimiento continuo de las entidades, con inspecciones *in situ* periódicas centradas en la calidad de los activos y su correcta valoración, así como en la gestión y el control del riesgo, con unas demandas de información a las entidades intensas (incluyendo la información a declarar a las centrales de riesgo), y con una distancia prudente y clara frente a las demandas de la industria bancaria, la década previa a la actual crisis financiera internacional vivió el desarrollo de una nueva filosofía supervisora mucho menos incisiva (algunos la han bautizado como *light touch supervision*), confiada en la capacidad de auto-regulación de la industria, confiada en que los gestores son los primeros interesados en que la entidad sea sana y prudente, preocupada por las estrategias del negocio y los procedimientos generales establecidos en el seno de las entidades para gestionar el riesgo, sin entrar en los detalles operativos, dedicando apenas recursos a la inspección *in situ* de las entidades, y todo ello enmarcado en el deseo de promocionar y atraer el mayor volumen de negocio posible (Wolf, 2009a).

El cambio de enfoque supervisor coincidió con un cambio en la arquitectura supervisora de numerosos países. Siguiendo el ejemplo británico, numerosos países extrajeron la supervisión bancaria del banco central, otorgándosela a una entidad independiente de nueva creación que, además, solía ser la responsable también de la supervisión del resto de entidades financieras y de la protección del inversor y del consumidor de servicios financieros. La primera ocasión en la que se ha testado el modelo de separación entre banco central y supervisor bancario los resultados no parecen muy alentadores para el modelo de separación (6). Probablemente se in-

fravaloró la importancia de tener bajo el mismo techo el conocimiento y la información sobre el funcionamiento del sistema financiero, tanto de los mercados y de las infraestructuras del sistema de pagos como de la situación que atraviesa cada una de las entidades, así como la reputación a la hora de hacer cumplir la normativa.

La crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto la necesidad de reflexionar sobre los costes a medio plazo de un enfoque supervisor poco incisivo y más receptivo a las peticiones de la industria (7). Además, este episodio resalta claramente la necesidad de intensificar la coordinación y la cooperación internacional en la regulación financiera y su aplicación práctica. La disminución de los estándares regulatorios en un país acaba trasladándose al conjunto debido a las desventajas competitivas que genera. La falta de coordinación acaba en un marco regulatorio que es el mínimo común del conjunto. Por ello, es fundamental que las medidas que se tomen estén acordadas a escala internacional y que se apliquen con la misma intensidad y de forma homogénea entre países.

2. Gestión y control del riesgo

La crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de intensificar el control del riesgo (8). En esta crisis, algunas entidades asumieron un nivel de exposición muy elevado en determinados instrumentos financieros —por ejemplo, comprando o reteniendo trozos de CDO (*collateralized debt obligations*) con una calificación crediticia muy elevada—, sin entender el riesgo de crédito subyacente en dichas exposiciones (productos muy complejos y nuevos) y sin to-

mar medidas para mitigar dicho riesgo (fijando límites a las exposiciones, preocupándose por eventos poco probables pero con una pérdida potencial muy elevada, prestando atención al riesgo idiosincrásico de determinados productos, desconfiando de las calificaciones crediticias tan elevadas, no acordando con la rentabilidad obtenida, reaccionando a los cambios en el mercado, etc.). Hubo fallos en la gestión del riesgo de liquidez al no evaluar adecuadamente los compromisos que las entidades estaban asumiendo en sus vehículos fuera de balance. Las entidades se dieron cuenta demasiado tarde de que sus préstamos para financiar operaciones de compra apalancadas (*leverage buy-out*) no podían venderlos o recolocarlos a terceros en el mercado. Las entidades no realizaron pruebas de resistencia (*stres tests*) adecuadas y se conformaron con medidas estándar del riesgo asumido (como el VaR, o valor en riesgo). Hubo falta de recursos para controlar el riesgo y a los empleados que incurrieron en él. Aunque existían comités de riesgos, éstos no ejercieron su papel porque el interés en aumentar los ingresos y ganar cuota de mercado predominaba sobre la evaluación de la sostenibilidad del negocio a medio plazo.

Además, los administradores y los accionistas no ejercieron adecuadamente su papel, bien porque no entendían el negocio y sus riesgos, bien porque era difícil cuestionar a unos gestores de banca de inversión que proporcionaban una parte muy sustancial del crecimiento del beneficio y, por tanto, de la rentabilidad de la entidad. Tampoco fueron capaces de entender las implicaciones de la estructura de remuneración de los gestores de niveles intermedios, centrada en no pocos casos en el volumen de negocio (ingresos) y

con escasa o nula consideración del riesgo asumido o la sostenibilidad en el tiempo de dichos ingresos. Estos mismos gestores luego fueron lentos a la hora de reaccionar para disminuir y mitigar el riesgo.

En definitiva, los reguladores deberían asegurarse de que la entidad entiende el riesgo del negocio que desarrolla, que lo mide y controla adecuadamente, que tiene recursos suficientes para ello y que los emplea de forma efectiva en estas tareas. Además, deberían plantearse, desde múltiples perspectivas y de forma crítica, la sostenibilidad en el medio plazo del negocio desarrollado, en particular ante entornos económicos y de los mercados financieros menos favorables (9).

3. Incentivos de los gestores

La política de remuneración de directivos es un tema que ha atraído el interés de numerosos analistas y también de la sociedad en su conjunto y de sus representantes. El interés del supervisor en esta cuestión es legítimo, dado el impacto que la política de incentivos (de la cual la remuneración es la pieza clave) parece haber tenido en la asunción de riesgos y en el colapso de algunas entidades financieras. En este sentido, parece lógico que el supervisor pueda exigir a las entidades que su política de remuneración tenga en cuenta el nivel de riesgo con el que se obtienen los ingresos. Remunerar sólo en función del volumen de negocio generado a corto plazo incentiva probablemente la disminución de los estándares de asunción de riesgo. Dado que las pérdidas generadas por esta mayor exposición al riesgo no suelen manifestarse inmediatamente, la consideración del riesgo en

la política de remuneración sugiere que ésta contemple un horizonte superior al anual.

Desde una perspectiva más general, cabe preguntarse cuál es la mejor forma de remunerar a los gestores bancarios, teniendo en cuenta que éstos deben responder al mandato de los accionistas. Para evitar un conflicto de intereses entre gestores y accionistas (el conocido problema de agencia), se ha insistido en el pasado en la necesidad de alinear los incentivos de ambos. La remuneración a través de opciones sobre acciones contribuye a alinear dichos incentivos. Sin embargo, dada la responsabilidad limitada de los accionistas en caso de quiebra de la entidad y el carácter sistémico de numerosas entidades bancarias que ha puesto de manifiesto esta crisis, lo que implica la presencia de dinero del contribuyente en los rescates bancarios para proteger, como mínimo, a los depositantes minoristas, cabe preguntarse si la política de remuneración no debería tener en cuenta también al resto de las partes interesadas en un banco (10). Así, Bebchuk y Spamann (2009) proponen que la remuneración de los gestores tenga en cuenta a los accionistas y también a los poseedores de deuda, de tal forma que el gestor, al aumentar el riesgo de la entidad y, por tanto, la remuneración potencial del accionista, vea también disminuido el valor de la deuda y, en el global, tenga menos incentivos a asumir dicho riesgo. Sin embargo, no es evidente que el valor de la deuda bancaria en el periodo de gestación de la crisis haya reaccionado al aumento del riesgo inherente que se estaba produciendo, quizá porque los inversores pensaban que el Gobierno iba a intervenir para rescatarla, como así ha ocurrido en numerosos casos.

4. Ámbito de la regulación

Esta crisis ha mostrado la necesidad de regular de la misma forma a todas las entidades de crédito. En EE.UU. una parte muy significativa de los préstamos al segmento *subprime* fueron concedidos por entidades de crédito hipotecario, mucho menos reguladas y, por tanto, con mucho margen de maniobra a la hora de fijar sus estándares crediticios. La posterior titulización de los créditos *subprime* y su troceado, mezcla y subsiguientes divisiones, han aumentado exponencialmente los problemas en este mercado, contagiando a otros instrumentos y a numerosas entidades y países.

El deterioro de los estándares crediticios, normalmente mayor cuanto más dura el período de bonanza económica, suele estar en la base de las crisis bancarias debidas al riesgo de crédito. Es importante que todas las entidades de crédito estén sometidas a la misma normativa y con la misma intensidad, porque la existencia de un grupo o segmento de entidades menos regulado acaba contagiándose al conjunto del sistema. Si las entidades reguladas están sufriendo una progresiva y significativa pérdida de cuota de mercado, acabarán relajando sus estándares de concesión para recuperarla, aumentando el riesgo del sistema.

Otro ejemplo de la necesidad de una regulación comprensiva de todos los intermediarios bancarios lo encontramos en los bancos de inversión, competidores de los grandes bancos universales, muchos de los cuales tienen un significativo segmento de banca de inversión. El elevado apalancamiento que mostraron los bancos de inversión en los años previos a la crisis se acabó extendiendo a determinadas entidades con ne-

gocio universal y de elevado tamaño, utilizando mecanismos diversos (entre ellos los *conduits* y *SIV*). Una parte de los bancos de inversión ha sufrido las consecuencias de la crisis (Bear Sterns, Lehman Brothers, Merrill Lynch), y también las áreas de banca de inversión de numerosos grandes bancos internacionales (UBS, Citi, etc.). Otros tuvieron que apresurarse a comprar una franquicia bancaria para poder tener acceso a la financiación del banco central (Goldman Sachs, Morgan Stanley) y así poder sobrevivir al colapso que sucedió a la quiebra de Lehman Brothers. El hecho de que los bancos de inversión, con una actividad similar a la de una parte importante de los grandes bancos universales, dependieran de otro supervisor parece haber contribuido a la expansión de su negocio y a la creación de riesgo sistémico (11).

Además de que el paraguas regulatorio cubra a todas las entidades de crédito, la crisis ha puesto de manifiesto también la necesidad de extender la exigencia regulatoria a otras entidades financieras que por su actividad (vendedores de protección contra riesgo de crédito a través de *credit default swaps*, compañías de seguro de crédito, etc.) o por su carácter sistémico, puedan poner en peligro la estabilidad financiera. En este último grupo se podría incluir a los grandes gestores de patrimonios en un sentido amplio. Después de la quiebra de Lehman se produjo un pánico bancario (retirada masiva y precipitada de valores depositados en bancos) sobre un conjunto amplio de bancos internacionalmente activos, protagonizado no por los pequeños depositantes, sino por los grandes, como los fondos de inversión del mercado monetario estadounidense, *money market mutual funds* (MMMF), los *hedge funds* y

otro tipo de inversores mayoristas o institucionales. La retirada masiva de fondos contribuyó al hundimiento de algunos mercados clave de activos financieros (como el de *commercial paper*, por ejemplo) y al empeoramiento generalizado de las expectativas de los agentes económicos. Bernanke (2009) caracteriza esta situación como un pánico clásico.

Para aquellos gestores de fondos con un volumen de negocio considerado como potencialmente sistémico, algunos reclaman que el regulador les exija niveles mínimos de capital, de liquidez y de gestión del riesgo (12). La necesidad de la regulación se deriva de sus interconexiones con las entidades de depósito, su importante presencia en los mercados financieros y el impacto que su comportamiento pueda tener sobre el sector bancario en un entorno de elevada incertidumbre.

5. Requerimientos de recursos propios

Un aspecto fundamental de la regulación bancaria es la exigencia a las entidades de un nivel mínimo de recursos propios (13). El capital, además de proveer de un colchón para asumir pérdidas y evitar la quiebra de la entidad, tiene un efecto sobre los incentivos de los gestores (y de los accionistas). Cuando el nivel de capital comparado con los recursos ajenos de la entidad (deuda) es muy reducido, una pequeña pérdida de valor de los activos puede poner en serias dificultades a aquella. Además, si la cantidad de recursos propios es muy reducida en términos relativos, los administradores pueden tener mayores incentivos a adoptar mayor nivel de riesgo: la mayor rentabilidad esperada aumentará más el valor de su patrimonio (el valor de mercado de las acciones

bancarias), estando sus pérdidas acotadas en el capital invertido.

El nivel de capital relativo (capital sobre deuda o capital sobre activo total) alcanzado por algunas entidades bancarias internacionales justo antes de la crisis era realmente bajo (14). Alternativamente, el grado de apalancamiento del negocio bancario era muy elevado. Dados esos niveles de capital, un aumento de la incertidumbre sobre el valor de los activos se puede traducir rápidamente en una desconfianza sobre la viabilidad de la entidad. La incertidumbre sobre el valor de los activos financieros crece cuando éstos no cotizan en un mercado líquido y profundo, y cuando tampoco existen otros mercados de los que poder extraer información para valorar dichos activos. Es decir, cuando la valoración del activo financiero depende de un modelo interno alimentado con estimaciones propias sobre el comportamiento del mercado (volatilidad, por ejemplo), la incertidumbre sobre el valor de estos activos (conocidos como *level 3 assets*) es elevada.

El elevado nivel de apalancamiento fue el resultado de un lento crecimiento de los recursos propios de las entidades, muy por debajo del crecimiento del volumen de negocio. De hecho, algunos de los principales bancos internacionalmente activos afectados de lleno por la crisis mostraron un crecimiento muy reducido, o incluso una caída de su capital, en el período comprendido entre 2000 y 2008 (Acharya, Gujral y Shin, 2009), debido a los programas de recompra de acciones de muchas de estas entidades. De forma similar, los dividendos distribuidos por dichas entidades durante el período mencionado representan una parte significativa del volumen de pérdidas sufrido en los últimos dos años.

Esta crisis ha mostrado el importante papel que tienen los recursos propios en la protección de la solvencia de las entidades y en los incentivos a asumir riesgo (15). En retrospectiva, el nivel de capital de numerosas entidades, en particular aquellas con elevado peso del negocio de banca de inversión, parece haber sido insuficiente (16). En el futuro, el consenso actual entre los reguladores parece inclinarse por exigir un nivel de capital a los bancos sustancialmente superior al que mostraron justo en el momento del estallido de la crisis. Sin embargo, dadas las dificultades que atraviesan todavía algunas entidades y el impacto que un aumento sustancial del capital requerido a los bancos puede tener en la financiación de la economía, la transición a unos mayores niveles de capital debe hacerse cuidadosamente, en particular, en una situación económica tan complicada como la actual. Si los mayores niveles de capital se piden de forma precipitada, las entidades pueden verse forzadas a contraer adicionalmente el crédito en un momento en que no abunda, retrasando la recuperación económica.

A medio plazo, el aumento de los niveles de capital puede no tener un impacto demasiado significativo en el coste del crédito bancario. A modo de ejemplo totalmente ilustrativo, si suponemos que una entidad tiene un 5 por 100 de capital y un 95 por 100 de deuda, siendo el coste del capital de un 8 por 100 (4 por 100 de rentabilidad sin riesgo y otro 4 por 100 de prima de riesgo exigida a las acciones bancarias), y con un coste medio de la deuda en torno al 3 por 100 (parte de esta deuda son depósitos minoristas), el coste medio del conjunto de fondos captado por el banco se sitúa en el 3,25 por 100. Si suponemos que las entidades aplican un margen del 2 por 100 sobre

dicho coste para cubrir el riesgo de crédito y los costes de estructura del negocio bancario, así como para obtener una rentabilidad normal para el capital invertido, tenemos un coste del crédito bancario para el prestatario del 5,25 por 100. Si el nivel de recursos propios aumentara al 10 por 100, bajando la deuda al 90 por 100, y manteniendo el coste de ambos elementos así como el del margen aplicado por el banco, el coste medio del crédito bancario para los prestatarios pasaría a ser del 5,5 por 100, una magnitud que parece que no debería tener efectos demasiado importantes en la demanda de crédito (17).

No obstante, si suponemos que la rentabilidad del activo (ROA) apenas cambia, la rentabilidad de los recursos propios (ROE) bajaría en torno a la mitad en este ejemplo tan simplificado. Una caída del ROE de esta magnitud puede tener efectos no sólo sobre el nivel de riesgo en que ha incurrido la entidad, sino también sobre su capacidad para atraer recursos financieros (en particular capital) y humanos, lo que, a su vez, puede tener repercusiones sobre la capacidad del sistema bancario de financiar el crecimiento económico.

Además del nivel de capital mínimo regulatorio exigido a las entidades, es importante analizar cómo fluctúan a lo largo del tiempo dichos requerimientos y el potencial impacto que esta fluctuación pueda tener sobre el ciclo económico.

6. Prociclicidad de los requerimientos de capital

La potencial prociclicidad de los requerimientos de capital de Basilea II ha suscitado un amplio debate entre académicos, regula-

dores y la industria bancaria. Basilea II, a través del Pilar 1, exige a las entidades un mínimo de capital regulatorio que es sustancialmente más sensible al riesgo de crédito que el exigido con Basilea I. Pero el riesgo de crédito, medido a través de la probabilidad de impago del prestatario (PD), no permanece constante a lo largo del ciclo económico, sino que tiende a aumentar en las fases recesivas y a disminuir en las expansivas (18). Por lo tanto, los nuevos requerimientos mínimos de capital van a aumentar en las fases recesivas, cuando más difícil les resulta a los bancos obtener capital (bien porque los beneficios son reducidos y no pueden aumentar sus reservas, bien porque los inversores son mucho más reacios a suscribir ampliaciones de capital en un entorno muy incierto), y van a disminuir en las fases expansivas, cuando más fácil resulta aumentar el capital de la entidad. El aumento de los requerimientos de capital en las fases recesivas puede llevar a una contracción del crédito si los bancos se enfrentan a un mínimo de capital mayor que no pueden cubrir con recursos propios: si la ratio de exigencia mínima de capital aumenta y el numerador no puede crecer, las entidades intentarán ajustar el denominador, es decir, los activos ponderados por riesgo. Ello implica una disminución del tamaño del balance y/o una reestructuración desde los activos más arriesgados (crédito a empresas o al consumo) hacia los menos (deuda pública). Una disminución o ralentización del crédito al sector privado en una fase recesiva agrava las dificultades de la economía real, retrasando la recuperación.

Por lo tanto, la cuestión de la prociclicidad del capital tiene unas claras implicaciones macroeconómicas y macroprudenciales que van más allá de los requeri-

mientos microprudenciales a escala de cada entidad. El propio marco regulatorio de Basilea II contiene elementos para mitigar dicha prociclicidad. Por ejemplo, si los requerimientos de capital se basan en probabilidades de impago calculadas como promedio del ciclo (lo que se conoce como *through the cycle PDs*), en vez de en probabilidades de impago a un año vista (*point in time PDs*), la prociclicidad de los requerimientos de capital se atenúa significativamente (19).

Otra forma alternativa de corregir la prociclicidad de los requerimientos mínimos de capital es utilizando un indicador macroeconómico, o variable agregada, del tipo del crecimiento del PIB o del crédito total al sector privado (20). La idea es muy sencilla y transparente. Los requerimientos actuales de Basilea II, obtenidos aplicando cada entidad su modelo interno de cálculo del riesgo de crédito, se multiplican por un parámetro que siempre es positivo, pero puede ser mayor o menor que la unidad. Dicho parámetro es proporcional a la diferencia entre la variable agregada utilizada y su promedio en el ciclo, de tal forma que cuando, por ejemplo, el PIB crece por encima del promedio cíclico (estamos en una fase expansiva) los requerimientos de capital son superiores a los actuales de Basilea II (parámetro superior a la unidad), constituyéndose un colchón de recursos propios por encima del nivel exigido en Basilea II. En la fase recesiva, cuando el PIB crece por debajo de la media, el multiplicador es inferior a la unidad, disminuyendo los requerimientos mínimos y evitando los potenciales problemas de prociclicidad antes mencionados.

El procedimiento de corrección de la prociclicidad propuesto respeta las diferencias que pueda ha-

ber entre entidades. Es decir, se suavizan los requerimientos de capital a lo largo del ciclo, pero las entidades más arriesgadas siguen teniendo requerimientos mayores cada año. Alternativamente al crecimiento del PIB, se podría utilizar un indicador del crecimiento del crédito. Cuando el crédito creciera por encima del promedio, los requerimientos de capital aumentarían, disminuyendo en las fases de ralentización del crédito. Cuanto mayor sea el crecimiento del crédito, más aumentan los requerimientos de capital. Los supervisores, a lo largo de los años, han aprendido que los errores de política crediticia de las entidades se cometen en las fases expansivas, sobre todo cuando el crédito crece muy deprisa, resultado en buena parte de una disminución de los estándares de concesión de operaciones en un contexto de fuerte presión de la demanda de crédito y en un entorno de fuerte competencia entre los prestatarios para ganar o mantener cuota de mercado (21). Por lo tanto, unos requerimientos de capital regulatorio ajustados mediante alguna variable macroeconómica de fácil observación parecen dejar inalterado el espíritu de sensibilidad al riesgo que posee Basilea II (más capital cuanto más riesgo tenga la entidad), mitigando por otra parte su efecto procíclico.

7. Provisiones contracíclicas

De forma complementaria a los requerimientos de capital, un sistema de provisiones dinámicas como el español, creado en 2000 y adaptado en 2004 a las NIIF, también contribuye a disminuir la proclividad de las entidades bancarias (22).

Ahora que el enfoque macroprudencial está cobrando mucha

mayor importancia entre los reguladores, conviene señalar que las provisiones dinámicas españolas son, precisamente, un mecanismo macroprudencial que, además de reforzar la solvencia de cada entidad, tienen un efecto sobre el conjunto del sistema, al contribuir a aumentar la presión regulatoria sobre las entidades en una fase alcista y a disminuirla en la fase recesiva. Sin embargo, no hay que sobrevalorar su capacidad como instrumento de gestión del ciclo de crédito, que, fundamentalmente, responde a la evolución de la política monetaria (tipos de interés).

8. Liquidez

Otra cuestión importante que ha puesto de manifiesto la crisis es la importancia de la liquidez. Asegurar una buena gestión de la liquidez, con una diversificación de las fuentes de financiación a largo plazo y con un peso suficiente de dicha financiación, junto con el mantenimiento de un colchón de activos muy líquidos, son enseñanzas de esta crisis. Bernanke (2009) ha descrito recientemente los acontecimientos de septiembre-octubre de 2008 como un pánico clásico con origen en el segmento mayorista (MMMMF, *hedge funds*, otras entidades de crédito que quieren recuperar sus fondos ante el temor al colapso de la entidad). Por lo tanto, parece razonable que no sólo a los bancos se les pida una adecuada gestión de la liquidez. Otros intermediarios financieros, en particular aquellos de elevado tamaño o impacto sistémico, deberían también reforzar y mejorar su gestión de la liquidez.

En cualquier caso, la regulación de la liquidez es un asunto escurridizo, porque el establecimiento de requerimientos concretos o la insistencia en la mejora de

la gestión de este riesgo tendrán que confrontarse siempre con la dificultad de evaluar cuál es la probabilidad de que, en un momento concreto, la entidad, al buscar fondos para refinanciar su deuda —lo que Brunnermeier (2009) denomina *funding liquidity*— o al vender activos para obtener recursos —lo que denomina *market liquidity*— encuentre contrapartida. Además, dicha probabilidad no depende sólo de elementos idiosincrásicos de la entidad, sino también, y en caso de crisis sobre todo, de la situación del conjunto del sistema financiero en ese momento.

9. Fondos de garantía de depósitos

La crisis ha puesto de manifiesto que los fondos de garantía de depósitos, cuando están bien diseñados, son un buen instrumento para evitar los pánicos bancarios de los depositantes minoristas. En algunos casos, su diseño puede haber sido defectuoso, generando incertidumbre entre los depositantes (el caso británico, puesto de manifiesto con Northern Rock). En otros casos, han debido ser completados mediante garantías explícitas formuladas por los gobiernos nacionales.

10. Otras cuestiones importantes

Como se ha mencionado ya en la introducción, este trabajo no pretende ser exhaustivo ni cubrir todos los debates abiertos sobre cambio regulatorio y su impacto en la estabilidad financiera. Por ello, se han seleccionado los que, hasta el momento, han suscitado mayor discusión. Sin embargo, antes de pasar a las reflexiones finales, conviene señalar otras cuestiones relevantes sobre las que los

reguladores deberán posicionarse, y que, de hecho, están ya analizando conjuntamente con la industria bancaria y el mundo académico.

Entre estas cuestiones, cabe destacar la incipiente discusión sobre el tratamiento regulatorio a aplicar a las entidades sistémicas (23); la discusión sobre la composición (calidad) del capital regulatorio y el papel que deben jugar determinados instrumentos en él (participaciones preferentes y deuda subordinada, entre otros elementos); el debate sobre el grado de transparencia de las entidades con el mercado; el debate sobre las normas contables, es decir, la revisión de la IAS 39 sobre valoración de instrumentos financieros, incluyendo la determinación de las provisiones por riesgo de crédito y la revisión de la aplicación del criterio del valor razonable (*fair value*); la necesidad de aumentar la estandarización de determinados productos financieros para facilitar su negociación, la canalización de determinados productos financieros hoy negociados en mercados informales (*over the counter*) hacia mercados con entidades centrales de contrapartida que reducen el riesgo de contraparte; el papel que las agencias de calificación crediticia deben tener en el proceso regulatorio, después de su estrepitoso fracaso, unido a un claro conflicto de intereses, en la calificación de productos estructurados, a lo que se añade la reciente prociclicidad de sus *ratings*, o el debate que el informe De Larosière ha desencadenado sobre la arquitectura de la supervisión en Europa.

III. ALGUNAS REFLEXIONES FINALES

Una cuestión final de suma importancia es qué hemos aprendido con esta crisis sobre la innovación financiera y sobre su regulación. Por un lado, el proceso de innovación

financiera es imparable y ha contribuido al crecimiento económico en las dos últimas décadas. Piénsese, por ejemplo, en la financiación adicional que la titulización ha permitido en un número creciente de países. Sin dicha movilización de recursos, el crecimiento económico hubiera sido inferior. Por otro lado, el crecimiento exponencial y la complejidad de algunos instrumentos financieros han contribuido a aumentar el riesgo sistémico, provocando pérdidas enormes en entidades financieras muy grandes. En la cuestión de la innovación financiera hay que buscar un equilibrio razonable, vigilando los riesgos potenciales de determinados instrumentos nuevos sin ahogar la innovación y la capacidad de desarrollo de estos productos por parte de las entidades (24).

La magnitud de la crisis financiera internacional, la peor desde la Gran Depresión de la década de los años treinta del siglo pasado, ha llevado la discusión de las causas y las consecuencias de la crisis más allá del ámbito regulador, para alcanzar también otros elementos de la política económica que, hasta hace poco, eran mayoritariamente considerados como ajenos a la estabilidad financiera.

Simplificando la discusión, antes del estallido de la crisis existía un consenso muy amplio, aunque no completamente unánime (25), sobre la tarea que tenía encomendada la política monetaria: estabilidad de los precios de los bienes y servicios. Es decir, se sostenía que la política monetaria no debía ocuparse de la evolución de los precios de los activos financieros. Las expansiones crediticias desmesuradas o la sobrevaloración sostenida en el tiempo de algunos tipos de activos financieros (acciones, por ejemplo), si no generaban inflación, no deberían ser

objeto de preocupación ni de actuación para los bancos centrales. Se argumentaba que las burbujas son muy difíciles de identificar *ante* y que, además, era preferible una estrategia de reaccionar a las consecuencias adversas del estallido de las burbujas de activos (*mopping up*) que anticiparse mediante una política monetaria de carácter más preventivo (*leaning against the wind*). La crisis actual parece haber puesto de manifiesto el elevado coste que la primera estrategia puede tener, al no responder a la formación y al aumento progresivo de desequilibrios en los mercados de activos reales y financieros (vivienda, acciones, crédito) que luego, al estallar, tienen un impacto muy negativo en la economía real.

El BIS (2009) señala que el debate sobre estas cuestiones, finalmente, se ha abierto, indicando que la cuestión no es ya si, sino cómo, la política monetaria debe adaptar su armazón teórico e instrumental para tener en cuenta la evolución del precio de la vivienda, de las acciones o del nivel de deuda. Una vez se hayan hecho estas adaptaciones, se podrán adoptar políticas preventivas, aumentando, por ejemplo, los tipos de interés cuando se detecten burbujas o expansiones excesivas del crédito que aumentan el riesgo sistémico. La idea subyacente es que la estabilidad macroeconómica no puede conseguirse sin un sistema financiero estable.

Existe interacción entre política monetaria y riesgo de crédito (BIS, 2009). Un largo período de bajos tipos de interés puede traducirse en unos mayores incentivos por parte de las entidades financieras a aumentar su nivel de riesgo. La evidencia empírica disponible para el caso español corrobora la interacción entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Jimé-

nez *et al.* (2008) muestran que la probabilidad de impago de un préstamo depende positivamente del nivel del tipo de interés corriente, pero también, negativamente, del tipo de interés que había en el momento de la concesión de la operación. Así, aquellos préstamos concedidos en un período largo de bajos tipos de interés tienden a ser más arriesgados que los concedidos en períodos donde la política monetaria es más restrictiva. Probablemente, las condiciones monetarias laxas se traducen en un deterioro de los estándares crediticios de las entidades. De hecho, en estos períodos aumenta la financiación bancaria a prestatarios con un historial de pagos deficiente (con impagos pasados) o a prestatarios sin historial crediticio, sobre los que existe una mayor incertidumbre sobre su capacidad de repago.

Lo anterior refuerza la necesidad de tender puentes entre la estabilidad macroeconómica y la financiera. El enfoque macroprudencial es el entorno en el que ambas cuestiones pueden abordarse; de ahí su importancia creciente. Dicho enfoque hay que complementarlo con el enfoque microprudencial centrado en la estabilidad y solvencia de las entidades individuales. El marco conceptual se complica, pero, a la vez, se enriquece (26).

La crisis financiera internacional se va a traducir inevitablemente en un nuevo panorama bancario mundial, como consecuencia de un necesario proceso de reestructuración del sistema bancario que debe adecuar su nivel de capacidad productiva a un nuevo entorno económico menos expansivo en los próximos años. Una disminución del número de entidades y un aumento de la concentración de las entidades bancarias pueden contribuir temporalmente a reforzar el valor de las franquicias bancarias que sobrevivan.

Un mayor valor de la franquicia bancaria, como resultado de una disminución de la intensidad competitiva, tiene efectos moderados sobre los incentivos de las entidades a asumir mayores niveles de riesgo (27). Sin embargo, éste no puede ser el equilibrio de largo plazo de un sistema bancario. La competencia aumenta la eficiencia y el bienestar de la sociedad. Por lo tanto, los reguladores bancarios deben buscar un marco regulatorio que estimule la competencia entre entidades y, al mismo tiempo, garantice su estabilidad y solvencia, lo que requiere una regulación más estricta del riesgo asumido (28). Esperemos que las propuestas debatidas en este trabajo contribuyan a construir dicho marco regulatorio.

NOTAS

(*) Las opiniones expresadas en este trabajo son de mi exclusiva responsabilidad y no son representativas de las del Banco de España. El trabajo se ha beneficiado sustancialmente de las sugerencias y comentarios realizados por Andrés Almazán, Daniel Pérez, Jorge Pérez, José María Roldán, Vicente Salas y Carlos Trucharte. Los errores que puedan quedar son de mi exclusiva responsabilidad.

(1) Una enumeración de los principales hitos de la crisis puede verse en BIS (2009: 18-19).

(2) El Informe Turner señala que la eficiencia de un mercado no implica su racionalidad, y que los mercados sobre-reaccionan y son sensibles a los comportamientos gregarios (*herd effects*).

(3) Véase, al respecto, el comunicado de los miembros del G20 después de su reunión de abril de 2009 en Londres, las propuestas del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (BCBS), la propuesta de la Comisión Europea sobre cómo reformar la supervisión a escala europea, el informe del grupo De Larosière, las propuestas contenidas en el *Informe Anual* del BIS de 2009, el Informe Turner del supervisor británico (FSA), el informe del Grupo de los 30, el informe del IIF (portavoz de los grandes bancos mundiales) y la contribución académica a través de un *e-book* del CEPR o del Geneva Report, entre otros informes.

(4) BRUNNERMEIER (2009) parece atribuir un papel central a los *conduits* y SIV en el proceso de transmisión de la crisis.

(5) Un análisis preciso y detallado de esta cuestión puede verse en ROLDÁN (2008).

(6) Como evidencia anecdótica, se puede mencionar el posicionamiento reciente del partido conservador británico a favor de devolver al Banco de Inglaterra la supervisión del sector bancario, reforzando también su papel de supervisor macroprudencial.

(7) STEPHANOY (2009) y BUTLER (2009) insisten en la necesidad de repensar a fondo la filosofía de la supervisión, intensificándola quizá con más reglas y con menos principios o guías.

(8) El informe del SENIOR SUPERVISORS GROUP (2008) contiene una lista de malas prácticas en la gestión del riesgo observadas entre un grupo selecto de grandes entidades financieras. En este sentido, también es muy ilustrativo el informe a los accionistas de UBS sobre las pérdidas de 2008.

(9) Nótese que la asunción de riesgo por parte de la entidad puede ser óptima desde un punto de vista privado y no serlo socialmente. Por eso, el regulador debe intervenir.

(10) SALAS (2003) defendía ya un enfoque más global a la hora de analizar cuál era la estructura de gobierno corporativo más adecuada para una entidad de depósito, tomando en consideración no sólo los intereses de los accionistas, sino también los del resto de acreedores de la entidad, actuales y potenciales.

(11) La contribución al riesgo sistémico de una entidad o grupo financiero parece estar más relacionada con la complejidad y la volatilidad del negocio que desarrolla, su estructura organizativa y el grado de autonomía de sus diferentes componentes, su grado de interrelación con otras entidades sistémicas y la presencia significativa en mercados opacos y no organizados que con el tamaño *per se* de la entidad.

(12) Recomendación propuesta por el Grupo de los 30.

(13) La reciente propuesta regulatoria del Tesoro estadounidense insiste en la importancia de los requerimientos de capital como instrumento regulatorio.

(14) Véase, por ejemplo, figura 6 en SAURINA (2008).

(15) Éste es también el consenso entre los analistas. Véase WOLF (2009b) y *The Economist* (2009a) como dos ejemplos destacados.

(16) El BCBS ha reconocido el origen de estas insuficiencias y se ha puesto a trabajar para subsanarlas. En la cartera de negociación se va a exigir un nivel de capital muy superior al actual con el fin de que el riesgo en que se haya incurrido esté mucho mejor cubierto. Cambios en los requerimientos de capital a determinadas titulaciones van en la misma dirección.

(17) Nótese que en este ejercicio tan simplificado no se tiene en cuenta el efecto sobre el coste de la deuda que tendría el aumento de los recursos propios ni el impacto sobre el coste de los recursos propios que tiene la disminución del apalancamiento del banco a casi la mitad. Agradezco a R. Repullo su suge-

rencia inicial sobre el impacto que el capital bancario puede tener en el coste del crédito.

(18) En realidad, a la prociclicidad de la PD se le añade también la de la pérdida en caso de impago (LGD) y la de la exposición en caso de impago (EAD). Esto último se contrasta empíricamente en JIMÉNEZ, LÓPEZ y SAURINA (2009).

(19) Véase SAURINA y TRUCHARTE (2007) para una aplicación al caso de las hipotecas españolas.

(20) REPULLO, SAURINA y TRUCHARTE (2009) analizan esta propuesta con detalle, así como las ventajas e inconvenientes del resto de procedimientos sugeridos para reducir la prociclicidad de Basilea II.

(21) JIMÉNEZ y SAURINA (2006) encuentran evidencia robusta para el caso español que confirma la experiencia supervisora. Los préstamos a empresas concedidos en fases de rápido crecimiento del crédito tienen una mayor probabilidad de impago futura (transcurridos dos, tres o cuatro años desde la concesión). Esta evidencia muestra también el papel crucial que juega el proceso de concesión de crédito a la hora de determinar la calidad de las carteras crediticias de las entidades.

(22) La crisis financiera internacional ha despertado el interés por el novedoso sistema de provisiones español, siendo discutido en numerosos foros internacionales. El lector interesado puede encontrar una descripción del sistema de provisiones original en FERNÁNDEZ DE LIS, MARTÍNEZ y SAURINA (2000). La explicación de los cambios que se produjeron con la llegada de las NIIF en 2005 puede verse en el recuadro III.1 del IEF del Banco de España de mayo de 2005. Una justificación empírica de un sistema de provisiones dinámicas como el español, junto con una alternativa de cálculo basada precisamente en la evolución del crédito, puede verse en JIMÉNEZ y SAURINA (2006). SAURINA (2009a) analiza cuestiones prácticas de implantación de un sistema de provisiones como el español, mientras que SAURINA (2009b) contiene una evaluación cuantitativa del sistema de provisiones dinámicas desde su creación hasta la fecha, comprendiendo, por tanto, el periodo de creación del fondo en los años de expansión y su más reciente utilización. Finalmente, ROLDAN y SAURINA (2009) enmarcan las provisiones españolas en el contexto de la discusión actual de la reforma de la IAS 39.

(23) Véase, a este respecto, BIS (2009), BANK OF ENGLAND (2009), SWISS NATIONAL BANK (2009), BAIR (2009) y RAJAN (2009), entre otros.

(24) Se ha argumentado que la innovación financiera debería tratarse como los nuevos fármacos: exigirles un período de prueba, pasado el cual, si se demuestra su utilidad y su falta de peligrosidad o la carencia de efectos secundarios relevantes, se puede generalizar. Otros contra-argumentan que la peligrosidad de las innovaciones financieras no se produce hasta que no se generalizan ampliamente.

(25) El Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS) fue una de las pocas voces discordantes entre los organismos financieros internacionales.

(26) Puede pensarse que una víctima colateral de la crisis son los modelos macroeconómicos que no toman en consideración la importancia de las imperfecciones de los mercados financieros, el papel que juegan los intermediarios financieros en la economía o la interacción entre el ciclo económico y el ciclo crediticio (riesgo de crédito).

(27) SALAS y SAURINA (2003) y JIMÉNEZ, LÓPEZ y SAURINA (2007) proporcionan evidencia empírica para el caso español.

(28) Al igual que ocurre en el transporte aéreo o en la industria de producción de alimentos (*The Economist*, 2009b).

BIBLIOGRAFÍA

ACHARYA, V.; I. GUJRAL, y H. S. SHIN (2009), «Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007-2009», mimeo, marzo.

BAIR, S. (2009), «Regulating and resolving institutions considered «Too big to fail»», *Statement before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, U.S. Senate, mayo.

BANCO DE ESPAÑA (2005), *Informe de estabilidad financiera*, mayo.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS BIS- (2009), *79th Annual Report*, Basilea, junio.

BANK OF ENGLAND (2009), *Financial Stability Report*, junio.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION —BCBS— (2009), *Enhancements to the Basel II Framework*, julio.

BEBCHUK, L. A., y H. SPAMANN (2009), «Regulating bankers' pay», *Discussion Paper no. 641*, junio, Harvard Law School.

BERNANKE, B. S. (2009), «Reflections on a Year of Crisis», discurso en el *Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium*, Jackson Hole, Wyoming, agosto.

BRUNNERMEIER, M. (2009), «Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008», *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1): 77-100.

BRUNNERMEIER, M.; A. CROCKET; CH. GOODHART; M. HELLWIG; A. D. PERSAUD, y H. SHIN (2009), «The fundamental principles of financial regulation», *Geneva Report on the World Economy*, 11 de enero.

BUTLER, P. (2009), «Learning from financial regulation's mistakes», *McKinsey Quarterly*, n.º 3.

CEPR (2009), *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, editado por M. DEWATRIPONT, X. FREIXAS y R. PORTES, marzo.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (2009), *European Financial Supervision*, Bruselas, mayo.

DE LAROSIÈRE, J. (2009), *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Bruselas, febrero.

FERNÁNDEZ DE LIS, S.; J. MARTÍNEZ, y J. SAURINA (2000), «Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain», *Working Paper 0018*, Banco de España, Madrid.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY —FSA— (2009), *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*. Londres, marzo.

G20 (2009), *Declaration on Strengthening the Financial System*, Londres, abril.

GROUP OF THIRTY (2009), *Financial Reform. A Framework for Financial Stability*. enero.

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE —IIF— (2009), *Restoring Confidence, Creating Resilience: An Industry Perspective on the Future of International Financial regulation and the Search for Stability*, julio.

JIMÉNEZ, G., y J. SAURINA (2006), «Credit cycles, credit risk, and prudential regulation», *International Journal of Central Banking*, 2 (2): 65–98.

JIMÉNEZ, G.; J. A. LÓPEZ, y J. SAURINA (2007), «How does competition increase bank risk taking», *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 0723*.

— (2009), «Empirical analysis of corporate credit lines», de próxima publicación en *Review of Financial Studies*.

JIMÉNEZ, G.; S. ONGENA; J. L. PEYDRÓ, y J. SAURINA (2008), «Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk?», *Documento de Trabajo 0833*, Banco de España.

RAJAN, R. (2009), «Too systemic to fail: Consequences, causes, and potential remedies», *Testimony to the Senate Banking Hearing Committee*, mayo.

REPULLO, R.; J. SAURINA, y C. TRUCHARTE (2009), «Mitigating the procyclicality of Basel II», en *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, M. Dewatripont, X. Freixas y R. Portes (eds.), RBWC/CEPR

ROLDÁN, J. M. (2008), «El papel del modelo de originar para distribuir en la crisis financiera de 2007», *Estabilidad Financiera*, 15 de noviembre: 11-20, Banco de España.

ROLDÁN, J. M., y J. SAURINA (2009), «Dynamic provisioning in Spain», *IASB Meeting*, Londres, junio.

SALAS, V. (2003), «El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación», *Estabilidad Financiera*, 5, noviembre: 197-228, Banco de España.

<p>SALAS, V., y J. SAURINA (2003), «Deregulation, market power and risk behavior in Spanish banks», <i>European Economic Review</i>, 47: 1061-1075.</p> <p>SAURINA, J. (2008), «What has happened in Europe? Monetary policy, lending cycles, banking competition, risk-taking, and regulation», en <i>Proceedings of 2008 International Banking Conference Federal Reserve Bank of Chicago / European Central Bank</i>.</p> <p>— (2009a), «Dynamic provisioning. The experience of Spain», <i>Crisis Response. Public Policy for the Private Sector</i>, Nota n.º 7, Julio, The World Bank.</p> <p>— (2009b), «Countercyclical loan loss provisions in Spain»; de próxima publicación en <i>Estabilidad Financiera</i>.</p>	<p>SAURINA, J., y C. TRUCHARTE (2007), «An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios». <i>Journal of Financial Services Research</i>, vol 32, n.º 1-2, octubre: 81-101.</p> <p>SENIOR SUPERVISORS GROUP (2008), <i>Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence</i>, marzo.</p> <p>STEPHANOU, C. (2009), «The reform agenda. Charting the future of financial regulation», <i>Crisis Response. Public Policy for the Private Sector</i>. Nota n.º 2, junio, The World Bank.</p> <p>SWISS NATIONAL BANK (2009), <i>Financial Stability Report</i>.</p> <p><i>The Economist</i> (2009a), «Appetite suppressant», 4 a 10 de julio.</p>	<p>— (2009b), «Deliver us from competition», 27 de junio a 3 de Julio.</p> <p>UBS (2008), <i>Shareholder Report on UBS's Write-Downs</i>, abril.</p> <p>U.K. CONSERVATIVE PARTY (2009), «From crisis to confidence: Plan for sound banking», <i>Policy White Paper</i>, julio.</p> <p>U.S. TREASURY (2009), <i>Principles for Reforming the U.S. and International Regulatory Capital Framework for Banking Firms</i>, septiembre.</p> <p>WOLF, M. (2009a), «Why Britain has to curb finance», <i>Financial Times</i>, 22 de mayo.</p> <p>— (2009b), «The cautious approach to fixing banks will not work», <i>Financial Times</i>, 1 de julio.</p>
--	---	---

Resumen

El presente artículo analiza el concepto de recursos propios, equiparándolo al del capital regulatorio. Establece, en primer lugar, la evolución de la normativa prudencial española sobre fondos propios de las entidades de crédito dentro del ordenamiento español. En segundo lugar, dada la revisión del régimen de recursos propios efectuada por parte de las autoridades internacionales durante la crisis financiera, se examina el nuevo impulso internacional a la regulación de los recursos propios, estudiando las diferentes reformas a la Directiva de Adecuación del Capital (CRD). En tercer lugar, se evalúa la gestión de los recursos propios en las cajas de ahorros, haciendo especial referencia a sus peculiaridades institucionales y legales. Por último, plantea las principales conclusiones y comentarios finales.

Palabras clave: régimen de recursos propios, CRD, cajas de ahorros.

Abstract

This article analyzes the equity concept, considering it at the same level as the regulatory capital concept. It establishes in the first place the evolution of prudential regulation on equity for credit entities within the Spanish ordinance. Second, given the equity regime revision undertaken by international authorities during the financial crisis, the new international equity regulation impulse is examined, studying the various Capital Requirement Directive (CRD) reforms. Third, equity management in Savings Banks is assessed, paying special attention to its institutional and legal peculiarities. Lastly, it sets out some principal conclusions and final comments.

Key words: equity regime, CRD, savings banks.

JEL classification: G00, G28.

LA REFORMA DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO, SU IMPACTO EN LAS CAJAS DE AHORROS

José María MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN

Jorge Juan PEREIRA RODRÍGUEZ

Confederación Española de Cajas de Ahorros

I. INTRODUCCIÓN

EL concepto de recursos propios no es unívoco a nivel doctrinal, pues si en un principio, y hasta fechas relativamente recientes, los recursos propios se consideraban tan sólo como asimilados al capital económico o patrimonio neto de las empresas (entendido, en términos generales, como activo real menos pasivo exigible, o, en otros términos, como capital más reservas, incluyendo dentro de éstas los beneficios no distribuidos), en la actualidad, y fundamentalmente en el ámbito de la regulación y la supervisión financiera, se consideran como equivalente al capital regulatorio con el que deben contar las entidades financieras para desarrollar su actividad y cubrir sus riesgos.

Es preciso puntualizar, por tanto, que en este artículo equiparemos el concepto de recursos propios de las entidades de crédito al del capital regulatorio, entendido como la magnitud regulada y habitualmente manejada por los supervisores prudenciales para apreciar la capacidad de las entidades de crédito para absorber pérdidas y garantizar la continuidad del negocio.

En este sentido, desde una perspectiva funcional, los recursos

propios pueden definirse como aquella parte de la financiación básica de una empresa a la que se asigna el desempeño de tres funciones principales (1): cobertura de los riesgos de la gestión, financiación de la estructura o activo permanente y garantía de un crecimiento sostenible del negocio (2). En el ámbito bancario, una buena gestión de los recursos propios mínimos y el mantenimiento de un elevado índice de solvencia se han convertido además en un factor estratégico de diferenciación que el mercado prima como de ventaja competitiva.

Precisamente, en este proceso de traslación del concepto del capital económico al regulatorio, la acogida en los ordenamientos jurídicos de nuestro entorno de diversos instrumentos de carácter híbrido (3) que computan como recursos propios (en nuestro país, fundamentalmente, las participaciones preferentes), con menor coste global y sin riesgo de «dilución», junto con la crisis financiera internacional y la necesidad del mantenimiento de la fortaleza patrimonial de muchas entidades, ha reabierto el debate regulatorio también en esta materia. Tradicionalmente la normativa de recursos propios se compone de dos piezas fundamentales. Primera, la definición de recursos propios a los efectos de la regulación ban-

caria y la identificación de los elementos admisibles como tales. Segunda, la fórmula de cálculo de los requerimientos de recursos propios mínimos en función de los riesgos asumidos por la entidad, cuestión en la que se ancla esencialmente el Acuerdo de Basilea II.

Por tanto, como primera pieza del sistema, el régimen aplicable a los recursos propios parte necesariamente de una previa opción clasificatoria que permita distinguir los recursos considerados propios de los tratados como ajenos. La distinción entre ambas categorías podría resumirse en la noción de exigibilidad de los recursos financieros representados. En términos más generales, la distinción radica en el binomio ajenidad/exigibilidad de los fondos, de modo tal que, en el caso de los fondos propios, no existe derecho de crédito de un tercero para exigir su devolución incondicional (4).

En consonancia con los rasgos diferenciadores entre recursos propios y recursos ajenos sugeridos por las diversas opiniones doctrinales, la Directiva 2006/48 (5) fundamenta la categoría de los fondos propios en un conjunto de caracteres que básicamente se remiten a los criterios de exigibilidad e idoneidad para cubrir riesgos inherentes a la actividad bancaria.

En el considerando 28 de dicha Directiva se precisa que en el caso de ciertos elementos de los fondos propios (aquellos no relacionados con el concepto de capital económico) deben establecerse criterios adicionales, admitiendo incluso la posibilidad de que los estados miembros apliquen disposiciones más estrictas. En consonancia con ello, en el considerando 29 se establece una distinción entre los recur-

sos propios en función de la calidad de los elementos que los integran, distinguiendo entre aquellos que constituyen los recursos propios básicos (también denominados de primera categoría, o *Tier 1*) y los elementos que representan los recursos propios complementarios (de segunda categoría, o *Tier 2*).

Los criterios para computar como recursos propios elementos distintos de los integrantes del capital económico se recogen en el articulado de la Directiva (6), respondiendo a las reseñadas características de exigibilidad e idoneidad para cubrir riesgos. Así, se indica que podrán incluirse como tales aquellos elementos que, con independencia de su denominación jurídica o contable, presenten determinadas características. Algunas de estas características son meramente registrales o de control (que se reflejen en la contabilidad interna, así como que su cuantía esté determinada por la dirección de la entidad, verificada por auditores independientes y comunicada y controlada por las autoridades supervisoras competentes), pero la principal de ellas es que tales elementos constitutivos de los recursos propios puedan ser libremente utilizados para cubrir los riesgos inherentes a la actividad de la entidad de crédito, incluso aunque no se hayan determinado las pérdidas o minusvalías en las que tales riesgos puedan concretarse.

También pueden ser aceptados como elementos que integran los recursos propios, conforme a la citada Directiva, aquellos otros instrumentos financieros similares que tengan una duración indeterminada y cumplan con ciertos requisitos, entre los que cabe destacar que no sean reembolsables a petición de sus tenedores, que queden subordinados a los restantes acreedores que no tengan

esta naturaleza, que puedan absorber pérdidas y que pueda diferirse el pago de sus intereses de ser necesario.

II. EVOLUCIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE RECURSOS PROPIOS EN ESPAÑA

La normativa prudencial española sobre fondos propios de las entidades de crédito ha evolucionado en el ordenamiento español al ritmo principalmente de dos condicionantes básicos. Por un lado, la normativa comunitaria que, desde la primera Directiva del Consejo de 12 de diciembre de 1977 (7), ha ido marcando las líneas hacia la deseada armonización comunitaria en materia bancaria, estrategia clave para la consolidación del mercado interior y la protección uniforme de los ahorradores. De otro lado, las recomendaciones del Banco de Pagos Internacionales (*Bank for International Settlements*), básicamente estructuradas en los acuerdos de Basilea I y II —Comité de Supervisión Bancaria Basilea (8)—, que se trasponen a los ordenamientos nacionales mediante normas de aplicación de origen regional o nacional.

La regulación española en materia de recursos propios de las entidades de crédito arranca de un pasado representado fundamentalmente por un erradicado coeficiente de garantía (9); vive hoy un presente que se encuentra en franca vía de revisión (Basilea II), y finalmente se está debatiendo su presumible futuro para adaptarla a las nuevas exigencias puestas de manifiesto con la crisis financiera internacional que padecemos y que posiblemente se implementará en diferentes etapas, conforme a las sucesivas reformas previstas de la Directiva de adecuación de capital.

El vigente régimen sobre los recursos propios, que en España recoge el título II de la Ley 13/1985 (10) y su normativa de desarrollo, ha sido el resultado de progresivas reformas, de mayor o menor calado (11), para responder a las exigencias comunitarias (12) e internacionales. En el contexto comunitario, la Directiva 2000/12 (13), que supuso una codificación de la normativa sobre acceso a la actividad de las entidades de crédito y su ejercicio, ha sido objeto de numerosas modificaciones posteriores que han aconsejado su clarificación mediante un reciente texto de refundición (Directiva 2006/48). Las directivas 2006/48 y 2006/49 incorporan al entorno comunitario los acuerdos de Basilea II. Su trasposición al ordenamiento español se articula mediante la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero, posteriormente desarrollada por el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, y por la Circular 3/2008 del Banco de España, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

Dicha Ley 36/2007 traslada a todas las entidades financieras españolas el nuevo acuerdo internacional de Basilea II (14). Su finalidad es ajustar los requisitos mínimos de recursos propios de las entidades financieras a sus verdaderas necesidades y riesgos. De esta manera, se persigue lograr una mayor convergencia y efectividad de los criterios de solvencia y de supervisión prudencial, y menores riesgos para los consumidores y la estabilidad financiera.

En virtud del artículo 7 de la actualizada Ley 13/1985 (15), se consideran recursos propios de las entidades de crédito individualmente consideradas y de sus grupos consolidados el capital social, el fondo fundacional, las cuotas participativas de las cajas de ahorros, las reservas, los fondos y provisiones genéricos, los fondos de la obra benéfico-social de las cajas de ahorros y los de educación y promoción de las cooperativas de crédito, las participaciones preferentes, las financiaciones subordinadas, así como otras partidas, exigibles o no, susceptibles de ser utilizadas en la cobertura de pérdidas.

Como se aprecia fácilmente, los recursos propios se componen de modalidades muy diversas que, en función de una serie de características concurrentes tales como vocación de permanencia y capacidad de asunción de pérdidas, pueden clasificarse en recursos propios básicos (fondos propios de base o de origen, en terminología comunitaria, o *Tier 1*) o en recursos de segunda categoría (fondos propios complementarios, en terminología comunitaria, o *Tier 2*).

De esta sucinta clasificación resultan de inmediato dos consideraciones que merecen ser tenidas en cuenta. En primer lugar, la constatación de que la definición y los componentes del capital regulatorio están sujetos a continuos cambios impulsados por la innovación financiera y las reformas normativas internacionales y nacionales. La regulación de las participaciones preferentes y la figura de las cuotas participativas para las cajas de ahorros son excelentes muestras de este dinamismo. En segundo lugar, la percepción de que el valor regulatorio de cada uno de los componentes de los fondos propios depende de

un conjunto de criterios que, conjuntamente aplicados, determinan la consideración prudencial del recurso (16): permanencia del instrumento de capital en el balance a efectos de estabilidad futura de la entidad, capacidad de absorción de pérdidas sin dar lugar a la liquidación, prelación, disponibilidad inmediata para absorber pérdidas y suspensión o pérdida del dividendo si no existen beneficios.

Esta disparidad funcional y cualitativa explica que el legislador limite la cuantía de los recursos propios de segunda categoría al volumen total de los recursos propios básicos. Límites que a su vez son de aplicación a las dos categorías internas de recursos *Tier 2* (17).

III. EL NUEVO IMPULSO INTERNACIONAL A LA REGULACIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS

La crisis financiera ha llevado a las autoridades internacionales a efectuar una revisión del régimen de recursos propios. Incluso se observa un decidido impulso a reformar el marco de Basilea II, en el momento en que prácticamente se está cerrando por las entidades el proceso de adaptación a éste (en nuestro país, la Circular del Banco de España 3/2008 entró en vigor el 11 de junio de 2008). En el caso de la Unión Europea, este proceso se está traduciendo en sucesivas reformas a la Directiva de Adecuación del Capital —CRD (18)—, que con posterioridad deberán ser transpuestas a las respectivas legislaciones nacionales. Actualmente se encuentra casi ultimada una primera reforma de la Directiva (CRD 2), que pretende una armonización de las características y el tratamiento de los instru-

mentos híbridos de capital. Está ya en proceso de discusión una segunda reforma (CRD 3), que versa esencialmente sobre las titulizaciones complejas y su impacto en los requerimientos de capital de la cartera de negociación. La tercera (CRD 4) ya ha sido sometida a consulta de la industria, teniendo por objeto, en esta materia, la revisión de los requerimientos de capital para las operaciones de préstamos y créditos con garantía hipotecaria y la eliminación de ciertas opciones y discrecionalidades nacionales. Por último, hasta lo que hoy se conoce, si bien en esta materia los debates están surgiendo día a día, se halla en fase de elaboración una cuarta reforma (CRD 5), presumiblemente de mayor calado, que diseñe una nueva definición de capital regulatorio, tomando en consideración las propuestas formuladas sobre la materia en la reciente reunión del G-20 en Pittsburg, como continuación de las llevadas a cabo en Londres y Washington.

En lo que sigue, se efectuará una breve síntesis de cada una de ellas. Las reformas en curso y las anunciadas afectan también a otros trascendentes aspectos del sistema financiero internacional, como pueden ser los relativos a la estabilidad financiera, la arquitectura de supervisión o las provisiones anticíclicas, pero aquí sólo se hará referencia a las modificaciones previstas en la regulación de los recursos propios.

1. CRD 2: Instrumentos híbridos de capital

La primera revisión de la Directiva fue presentada por la Comisión con fecha 1 de octubre de 2008 (19), fue aprobada por el Consejo en primera lectura el 27 de julio de 2009, y fue publicada el 17 de noviembre en el *Diario Oficial de las Comunidades Eu-*

ropeas como Directiva 2009/111/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009. Su transposición a las legislaciones nacionales deberá producirse antes del 31 de octubre de 2010. Su entrada en vigor se producirá el 31 de diciembre de 2010.

En materia de recursos propios, la propuesta tiene por finalidad primordial establecer un tratamiento armonizado de los instrumentos híbridos de capital como integrantes de los fondos propios básicos.

Como ya se indicó, los instrumentos híbridos son valores que incorporan características propias del capital y de la deuda, cuya emisión tiene por objeto contribuir a la cobertura de las necesidades de fondos propios básicos (*Tier 1*) de las entidades de crédito.

En la normativa comunitaria vigente no existe una terminología clara ni unos criterios delimitados para definir los instrumentos híbridos. Por esta razón, las legislaciones nacionales mantienen regulaciones diferenciadas basadas en peculiaridades mercantiles y contables, con distintos grados de exigencia en relación con los requisitos que los citados instrumentos deben reunir para gozar de tal consideración, así como también con diversos límites cuantitativos en cuanto a su consideración dentro del total de los recursos propios básicos, lo que compromete el necesario *level playing field* entre las entidades.

Por ello, en la propuesta de Directiva se especifican algunos requisitos que los híbridos deberán cumplir para que se reconozcan a efectos de su cómputo como fondos propios básicos. Estos requisitos ya se habían acordado previamente en una reunión del G-10 en el año 1998, pero hasta

la propuesta objeto de análisis no se habían plasmado en un proyecto de modificación de la legislación comunitaria. Tales requisitos son los siguientes:

— Estar permanentemente disponibles para la entidad, de modo que no existan dudas de que se encuentran disponibles para garantizar a los depositantes y al resto de los acreedores en caso de crisis de la entidad. En la propuesta este criterio de permanencia se considera cumplido si no tienen un vencimiento fijo o si su vencimiento original es superior a treinta años. Ello no implica, además, que no puedan rescatarse, solo a iniciativa del emisor y con la aprobación del supervisor prudencial.

— Contribuir a la absorción de pérdidas de la entidad emisora no sólo con motivo del proceso para su disolución, sino con la finalidad de ayudarla a continuar normalmente su actividad sin entorpecer su recapitalización.

— Permitir la cancelación de los pagos a sus tenedores en tiempos de crisis de la emisora, cuando no se cumplan los requerimientos mínimos de capital. En este sentido, cualquier importe no abonado en concepto de rendimientos o devolución del principal será irrecuperable y dejará de ser debido y exigible por parte de los tenedores de los títulos, si bien cabe autorizar al respecto un mecanismo alternativo de pago en especie en condiciones estrictas determinadas por los supervisores nacionales.

— Situarse en los últimos lugares en el orden de prelación de los créditos durante la fase de liquidación de la entidad, de modo que sólo tendrán preferencia respecto del capital social ordinario.

Por su parte, atendiendo al criterio de que las entidades de crédito no deberían acudir en exceso a la cobertura de sus requerimientos de recursos propios básicos mediante híbridos, se establece una estructura de límites para éstos, aunque con la posibilidad de que los supervisores nacionales puedan suprimirlos temporalmente en situaciones de urgencia.

2. CRD 3: Retitulaciones y requerimientos de capital de la cartera de negociación

Tras las turbulencias registradas en los mercados financieros mundiales en el verano de 2007, una de las iniciativas de la Comisión Europea en respuesta a la crisis financiera fue la de encargar, en noviembre de 2008, a un Grupo de Alto Nivel presidido por Jacques de Larosière, la formulación de recomendaciones con vistas a reformar la supervisión y la reglamentación financiera en Europa (20). Entre las 31 recomendaciones formuladas por el Grupo, algunas versaban sobre la regulación de los fondos propios (21), que son las que fundamentan una segunda revisión de la Directiva (22). En relación con el tema que nos ocupa, esta reforma de la Directiva se refiere esencialmente a las titulaciones complejas (retitulaciones), haciéndose hincapié en su incidencia sobre los requerimientos de capital de la cartera de negociación. Esta propuesta se encuentra actualmente en fase de discusión en el Parlamento y en el Consejo, tras un período de audiencia pública.

Al margen de las retitulaciones y otras modificaciones técnicas de menor relevancia, en la propuesta se recogen disposiciones orientadas a endurecer los requisitos de capital respecto de los ac-

tivos titulizados que las entidades de crédito mantienen en la cartera de negociación con fines especulativos a corto plazo.

Las retitulaciones son titulaciones basadas en posiciones de titulización subyacentes, normalmente con el fin de reconvertir exposiciones de titulización de riesgo medio transformándolas en nuevos instrumentos financieros. Antes de la crisis, tanto las agencias de *rating* como los participantes en el mercado les atribuían, en general, un nivel bajo de riesgo de crédito. Tras ella, dada su complejidad y sensibilidad a las pérdidas correlacionadas, se ha generalizado el criterio de que comportan mayores riesgos que las titulaciones ordinarias. Por ello, la propuesta de Directiva prevé un conjunto de requisitos de capital de mayor cuantía que los establecidos respecto de las posiciones de titulización simple con la misma calificación crediticia. Además, se propone someter a estas operaciones a unas mayores obligaciones de divulgación de las exposiciones que conllevan.

Esta deficiencia en los requerimientos de recursos propios respecto a las titulaciones complejas se hace más patente en la medida en que éstas forman parte de la cartera de negociación de las entidades de crédito. En la norma vigente, los requisitos de capital respecto de las titulaciones de la cartera de negociación se calculan como si se tratase de posiciones de deuda normales, a diferencia de lo que ocurre cuando se integran en la cartera de inversión, para la cual se establecen unas exigencias de recursos propios diferenciadas y más sensibles al riesgo. Por tanto, la propuesta de Directiva también prevé que estos requisitos de capital más rigurosos sean de aplicación cuando las titulaciones se clasifiquen en la cartera de negociación.

3. CRD 4: Revisión de requerimientos de capital para hipotecas, y eliminación de opciones y discrecionalidades nacionales

El 24 de julio de 2009, la Comisión Europea publicó un documento de consulta (23) en el que se plantea una tercera revisión de la CRD. En materia de recursos propios, el documento de consulta propone nuevos enfoques para el tratamiento prudencial de las hipotecas. En particular, la Comisión propone la introducción de requisitos de capital específicos para las hipotecas residenciales denominadas en moneda extranjera, así como la eliminación de las opciones y discrecionalidades nacionales en cuanto al tratamiento prudencial de las exposiciones garantizadas por inmuebles comerciales y residenciales. Sobre este último punto, el enfoque propuesto por la Comisión daría lugar a un endurecimiento significativo de las condiciones aplicables a las hipotecas residenciales y comerciales, rebajándose sustancialmente el *loan to value* a efectos de la aplicación de ponderaciones más reducidas a tales exposiciones.

La Comisión anunció que presentaría la propuesta legislativa sobre el CRD 4 a finales de octubre de este año; no obstante, es ya presumible que haya que esperar a la formación de un nuevo colegio de comisarios. Es más, el ámbito de aplicación de la CRD 4 podría diferir de manera significativa del documento de consulta publicado en julio de 2009. Es posible, por una parte, que se flexibilicen las modificaciones planteadas en cuanto al tratamiento prudencial de las hipotecas, habida cuenta de la fuerte contestación a la propuesta de reforma suscitada por la industria bancaria en el período de consulta; por otra, la futura revisión po-

dría incluir otras cuestiones que han emergido con mayor virulencia en el debate internacional, tales como la definición de capital, lo que entronca con el último epígrafe de este apartado.

4. CRD 5: Nueva definición de capital regulatorio

Para el próximo año se ha anunciado otra reforma de la Directiva de Adecuación del Capital, la cual estaría previsiblemente enfocada hacia una nueva definición del capital regulatorio, actualmente objeto de discusión en foros como Basilea, el G-20 y el propio ECOFIN.

Concretamente, durante la última reunión del G-20 ampliado, celebrada en Pittsburg los días 23 y 24 de septiembre, los jefes de Estado y primeros ministros de los países que lo integran efectuaron un seguimiento de las propuestas planteadas en las anteriores reuniones de Londres y Washington, y avanzaron en las medidas que se entienden pertinentes para favorecer la estabilidad y la recuperación económica (24).

Una primera consecuencia de esta reunión parece ser un tratamiento diferencial de regulación y supervisión más estricta sobre las entidades sistémicamente importantes en materia de recursos propios, tema sobre el que se espera un informe en el que están trabajando el Consejo de Estabilidad Financiera, el Banco de Pagos Internacionales y el Fondo Monetario Internacional.

Para la mejora de la regulación prudencial, se está trabajando en una propuesta concreta sobre la armonización de la definición del capital. Además, se quieren introducir reformas para el aumento de los requerimientos de capital, introduciendo reservas contracíclicas,

desarrollando la ratio de apalancamiento y estableciendo unos estándares mínimos para asegurar la liquidez. El Comité de Basilea está trabajando en propuestas concretas sobre estos temas, que se espera sean presentadas en 2010.

Detrás de todo este debate, que obligaría a un replanteamiento prácticamente global de Basilea II, algunos países están cuestionando claramente el actual marco regulatorio del capital, presionando fuertemente para endurecerlo, al menos en un doble sentido: elevar de forma muy considerable la ratio de capital exigido y adoptar un enfoque muy restrictivo en la definición del *Tier 1*, hasta el punto de hacerlo coincidir con lo que habitualmente se conoce como *core capital* (capital más reservas). Al margen de los efectos económicos de estas medidas, se debe evaluar lo que comportaría para todas las entidades financieras que no adoptan el modelo societario. Por el momento, no se ha descendido al detalle de fijar porcentajes ni definiciones concretas. Ésa será una tarea que corresponderá al Consejo de Estabilidad Financiera y al Comité de Basilea.

Respecto al segundo de los aspectos reseñados, al objeto de suavizar la tensión vivida a raíz de los rumores sobre el endurecimiento del régimen de solvencia, cabe indicar que el Comité de Basilea publicó, el pasado día 7 de septiembre, un documento que resume las principales líneas de la reforma que se está planeando. Por lo que respecta al problema de la elegibilidad del capital, señala lo siguiente: «la modalidad predominante del capital *Tier 1* debe estar constituida por acciones ordinarias y reservas. Deberán desarrollarse principios adecuados para las empresas sin acciones para asegurar la comparabilidad de los niveles de alta calidad del capital *Tier 1*» (25). Cabe observar,

por tanto, que las autoridades internacionales son conscientes de la necesidad de preservar la diversidad institucional (26) en la prestación de servicios financieros en Europa y, en consecuencia, desarrollar principios que no perjudiquen a entidades de crédito del tipo de las cajas de ahorros españolas.

IV. LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS CAJAS DE AHORROS

La gestión adecuada de estos instrumentos jurídicos, calificados por el legislador como recursos propios, permite a las entidades de crédito alcanzar el coeficiente de solvencia requerido. Las cajas de ahorros, en líneas generales, han mostrado al respecto un comportamiento positivo. Sus ratios de solvencia han estado siempre por encima de los mínimos legalmente exigidos, e incluso han superado los mantenidos por las entidades de crédito con otras estructuras de propiedad, a pesar del progresivo descenso experimentado desde 1997 (27). No obstante este saludable panorama, la aproximación a la estructura de recursos propios de las entidades de crédito pone de manifiesto la disparidad en la capacidad de generar recursos propios entre las cajas y sus competidores bancarios.

Por eso, antes de comentar algunos aspectos cuantitativos respecto de los recursos propios de las cajas de ahorros, puede ser de interés descubrir sus peculiaridades regulatorias.

1. Peculiaridades institucionales y legales de los recursos propios de las cajas de ahorros

Privadas las cajas, frente a los bancos, del recurso a la emisión

de acciones por razón de su naturaleza jurídica fundacional (28), el aumento del capital regulatorio se ha venido articulando a través de dos vías principales: el crecimiento orgánico mediante la generación de reservas y la emisión de deuda subordinada a plazo que computaba como *Lower Tier 2*, por lo que su importe estaba limitado. La regulación de las cuotas participativas en 1988 con la reforma del artículo 7 de la Ley 13/1985, y su desarrollo mediante el Real Decreto 664/1990 (29), trataron de ofrecer una alternativa atractiva para las cajas a las acciones de los bancos. Esta primera regulación no consiguió, sin embargo, abrir una vía de financiación interesante para las cajas, que no aprovecharon este instrumento de fortalecimiento de los recursos propios. Más bien optaron por recurrir a otro elemento de los recursos propios básicos que ya había recibido la atención de los bancos, las *preference shares*, o participaciones preferentes, que inicialmente se emitían, por cuestiones fiscales, a través de sociedades filiales extranjeras residentes en paraísos fiscales, pero que hoy en día son emitidas directamente por las propias entidades o por las que forman parte de sus grupos consolidables.

Por tanto, a las vías tradicionales de generación de recursos propios se añadieron otras dos, con éxito y nivel de empleo bastante dispar. Frente al fracaso de las cuotas participativas bajo el modelo de su primera regulación, el auge de las *preference shares* quedaba, sin embargo, empañado en su primera época por la desconfianza que generaba su emisión por filiales situadas en paraísos fiscales.

Ambos instrumentos precisaron una reforma legislativa capaz de dotarles de atractivo y eficiencia como herramientas de fortalecimiento

de los recursos propios de las cajas. Primero, la previsión de la Ley 44/2002 sobre cuotas participativas, y su desarrollo por el Real Decreto 302/2004 (30). Segundo, la introducción de la disposición adicional segunda en la Ley 13/1985, en virtud de la Ley 19/2003, de 4 de julio (31), en la que se regulan las participaciones preferentes (disposición adicional tercera) bajo derecho español.

La situación actual nos obliga, por tanto, al análisis de tres instrumentos principales a disposición de las cajas de ahorros para el fortalecimiento de sus recursos propios: participaciones preferentes, deuda subordinada y cuotas participativas.

1.1. Participaciones preferentes

Dejando al margen el género del régimen sustantivo de las participaciones preferentes, merece la pena destacar en este trabajo dos previsiones legales que pueden calificarse como requisitos objetivos.

En primer lugar, el legislador ha optado por imponer un límite cuantitativo al importe nominal de participación preferente en circulación que parece responder exclusivamente al temor mostrado por la autoridad supervisora del mercado bancario ante el riesgo de una «dependencia estructural» de instrumentos que no gozan de la calidad óptima de los recursos propios básicos (serían una especie de *Lower Tier 1*). Así, de conformidad con la letra i) del apartado 1 del precepto reseñado: «En el momento de realizar una emisión, el importe nominal en circulación no podrá ser superior al 30 por 100 de los recursos propios básicos del grupo o subgrupo consolidable, incluido el importe de la propia emisión, sin perjuicio de las limi-

taciones adicionales que puedan establecerse a efectos de solvencia». Tenor que, por cierto, refuerza la intención del legislador de considerar las participaciones preferentes como elemento del *Tier 1* del capital regulatorio, como componente de los recursos propios básicos.

Puesto que, en situaciones de crisis o inestabilidad financiera, el grupo emisor podría incumplir de forma sobrevenida este límite, la propia ley prevé una suerte de medida preventiva o para-concursal para subsanar el desajuste: la elaboración de un plan para retornar al cumplimiento de dicho porcentaje, que deberá ser autorizado por el Banco de España (32).

En segundo lugar, se impone, como requisito de las participaciones preferentes que se emitan, su negociabilidad o cotización en «mercados secundarios organizados». Esta exigencia de negociabilidad merece dos juicios de signo contrario. En sentido positivo, cabe esgrimir que con ello se las somete a la disciplina de mercado, de modo que los particulares pueden evaluar a través de la cotización la oportunidad de invertir en estos instrumentos financieros. En sentido negativo, puede señalarse que la exigencia de cotización implica una serie de exigencias normativas: aportación y registro en la CNMV de los estados financieros del emisor debidamente auditados, así como de los documentos acreditativos de la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable; emisión y publicación de un folleto informativo previo a la emisión, y cumplir con exigentes obligaciones de información periódica al mercado (33). Muchas de estas exigencias, comunes a la admisión de acciones a cotización, generan gran complejidad de las emisiones e incrementan los costes.

1.2. Financiación subordinada

En el caso de la financiación subordinada (34), también existen requisitos para su computabilidad como recursos propios que demuestran igualmente su deficiente calidad como recurso propio a los ojos del regulador.

El análisis de los requisitos exigidos a las financiaciones subordinadas para su computabilidad como recursos propios exige un recordatorio previo que marcará todo afán comparativo con otros instrumentos. Las financiaciones subordinadas son calificadas como recursos propios de segunda categoría, o *Tier 2*, frente a la ubicación de las participaciones preferentes y las cuotas participativas de las cajas de ahorros entre los recursos propios básicos, o *Tier 1* (35). Además de la diversa calidad funcional de los recursos, la calificación de las obligaciones subordinadas como recursos propios complementarios de segunda categoría supone la aplicación de ciertos límites en el cómputo de los recursos propios (36).

Desde la perspectiva de esta consideración previa, los requisitos que han de satisfacer los créditos subordinados para ser calificados, de conformidad con la normativa comunitaria y nacional vigente (37), como recursos propios son los siguientes:

a) Desembolso efectivo. El parámetro del desembolso efectivo no se erige como una exigencia de la calificación misma, sino como un requisito para su cómputo. En efecto, las normas tan sólo imponen que únicamente se tengan en cuenta los fondos efectivamente desembolsados a los efectos del cálculo.

b) Plazo de vencimiento. La natural vocación de permanencia

asociada a la categoría de los recursos propios determina la previsión legal sobre el plazo de vencimiento y la relación de éste con su computabilidad como tales. Así, si se combinan las dos exigencias establecidas en el artículo 64.3 de la Directiva 2006/48/CE —que tengan un vencimiento inicial de al menos cinco años (38), y que la cuantía hasta la cual puedan considerarse fondos propios sea objeto de una reducción gradual durante al menos los cinco años anteriores a la fecha de vencimiento—, resulta un régimen temporal que podríamos resumir con el tenor de la normativa española vigente, sin perjuicio de su eventual adaptación a las nuevas normas comunitarias:

El plazo original de dichas financiaciones no será inferior a cinco años; si no hubiere sido fijada la fecha de su vencimiento, deberá estar estipulado para su retirada un preaviso de, al menos, cinco años. Tanto en uno como en otro caso, durante los cinco años anteriores a su fecha de vencimiento reducirán su cómputo como recursos propios a razón de un 20 por 100 anual, hasta que su plazo remanente sea inferior a un año, momento en el que dejarán de computarse como tales (39).

c) Reembolso. La emisión de financiaciones subordinadas no podrá incluir cláusulas que permitan el reembolso anticipado. Quedan así prohibidas, en los términos de la emisión, las cláusulas que el legislador comunitario define como aquellas que estipulen «que, en determinadas circunstancias distintas de la liquidación de la entidad de crédito, la deuda deba reembolsarse antes de la fecha de vencimiento acordada» (artículo 64.3.d), Directiva 2006/48/CE) y que el legislador español concreta en «cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada»

(40). Esta interdicción absoluta viene atenuada en el ordenamiento español por la previsión de que «el Banco de España pueda autorizar al deudor el reembolso anticipado de financiaciones subordinadas si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad». Supuesto, no obstante, que parece haberse concebido como de recurso excepcional, de ejecución a posteriori y de aplicación individual, por lo que, en puridad, no representa una verdadera excepción a la prohibición inicial.

1.3. Cuotas participativas

La figura de las cuotas participativas se incorpora al panorama normativo español con objeto de ofrecer a las cajas de ahorros un instrumento que, respetando su naturaleza y estructura, permita reforzar sus recursos propios, aliviando la desigualdad competitiva con los bancos. La regulación de las cuotas participativas no responde a una tipificación social previa a la que se pretendiera dar cobertura legal, aunque se contara con referentes en derecho comparado y con toda una realidad financiera existente, sino a una terminante necesidad de neutralidad en el régimen de captación de recursos de capital en el mercado bancario.

La regulación de las cuotas participativas arranca de su reconocimiento como elemento integrante de los recursos propios de las cajas de ahorros en la por entonces letra a) del artículo 7 de la Ley 13/1985, en virtud de la redacción dada en ese momento por la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, en su disposición adicional duodécima (41). Las características esenciales de este nuevo instrumento fueron objeto de desarrollo por el RD

664/1990. La respuesta del sector no fue la esperada ante la puesta a disposición de un instrumento de fortalecimiento de los recursos propios reclamado por las cajas. A salvo la emisión de cuotas por parte de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), y sin perjuicio de la intención manifestada por algunas entidades de recurrir a este instrumento conforme al régimen de 1990, esta nueva figura no prendió entre las estrategias de captación de fondos de las cajas.

Con objeto de subsanar los defectos del régimen existente, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, en su artículo 14, opta por dotar de una nueva regulación, ya de rango legal, a las cuotas participativas, que inserta en la Ley 13/1985 a través de su artículo 7 (42). Con todo, y pese a esta regulación legal extensa y detallada, la virtualidad plena del instrumento parecía que se hacía depender de un desarrollo reglamentario que llegó con el RD 302/2004, que deroga a su predecesor RD 664/1990.

Las cuotas constituyen un elemento integrante de los recursos propios básicos de las cajas de ahorros (art. 7.1 de la Ley 13/1985) y, desde esta perspectiva, la consecuencia fundamental es la supervisión por parte del Banco de España en cuanto al cumplimiento de las reglas de solvencia. A diferencia de alguno de los instrumentos de financiación alternativos estudiados, las cuotas participativas computan en el régimen jurídico actual como recursos de primera categoría, básicos o de mejor calidad a efectos de solvencia. Sus fondos se aplican a compensar pérdidas de la caja en la misma proporción y a los mismos destinos que su fondo fundacional y sus reservas. Este crite-

rio de paralelismo proporcional entre el bloque de recursos propios correspondientes a las cuotas participativas y el bloque de recursos propios generales de la caja, que ya estaba en la anterior regulación, se aumenta en la nueva. La aplicación del criterio entonces era criticable por acusar una apreciable falta de coherencia en la diferente concreción de la proporcionalidad a los efectos de participación en beneficios y participación en pérdidas [artículo 7.a) de la Ley 13/1985, en la versión entonces vigente, y artículos 6.1. y 8 del RD 664/1990] (43). Hoy, la actual regulación legal y reglamentaria parece agravar el desajuste, pues mientras que el artículo 8.1. del RD 302/2004 emplea un criterio de proporcionalidad para la participación en pérdidas que se corresponde con el propio de la participación en beneficios, pero que se contradice con el artículo 7 de la Ley 13/1985 en sus apartados 2 y 3; el artículo 8.2., respetando, ahora sí, la previsión legal, recurre a un criterio diferente, en el que se mantiene la descoordinación entre los criterios de proporcionalidad en la participación en beneficios y en pérdidas.

En todo caso, lo único que es claro es que el legislador ha diseñado este instrumento de financiación como valores negociables de participación económica que se articulan por un contrato de adhesión plurilateral (contrato de emisión) dispuesto por las cajas. En cierta medida, responden a una configuración atípica desde el punto de vista subjetivo, dada su caracterización híbrida (44) que combina caracteres de los valores de renta variable, como la retribución en función de los resultados obtenidos por la caja emisora (artículo 7.4.a de la Ley 13/1985), con elementos propios de la renta fija o los recursos ajenos, como

la carencia de derechos políticos (art. 7.4. de la Ley 13/1985). Aunque, desde el punto de vista objetivo, no debe olvidarse que son un instrumento «típico», en el sentido de tipificado por la ley.

Sólo desde esta calificación puede entenderse el régimen de límites a la titularidad que afectan a cualquier persona, natural o jurídica, o a cualquier grupo económico, quienes no podrán «ostentar, directa o indirectamente, cuotas participativas de importe superior al 5 por 100 de las cuotas totales vigentes» (45), añadiendo que en «caso de superarse el mismo, se procederá a la suspensión de todos los derechos económicos de las cuotas adquiridas por la persona o grupo económico». Esta limitación legal del 5 por 100 debe entenderse respecto del saldo vivo de las cuotas participativas emitidas por una determinada caja de ahorros. La noción de «grupo económico», a los efectos de la aplicación del límite a la tenencia, deberá remitirse a la establecida en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores (46). Por esta razón, no puede afirmarse con precisión conceptual que las cuotas participativas sean acciones sin voto. No obstante, no cabe duda de que presentan cercanía funcional muy evidente con éstas y, de abordarse nuevas reformas del instrumento, éste es el camino que el regulador debe recorrer. Una proximidad con las acciones que la regulación vigente, si bien no hace intencionalmente remisión a las disposiciones reguladoras de las acciones sin voto en la Ley de Sociedades Anónimas (LSA), avala con la previsión de supletoriedad del régimen de las acciones previsto en ciertas secciones de la LSA (secciones 2, 3 y 4 del capítulo IV); así como a través de otras referencias explícitas o implícitas en las que trasluce la intención del legislador de caracterizar las cuotas partici-

pativas como instrumento de renta variable. En este sentido, deben señalarse dos ejemplos. El primero relativo al régimen tributario. Si bien el tratamiento fiscal no debe implicar siempre y necesariamente consecuencias en la concepción del instrumento en el Derecho privado, en virtud de la disposición adicional 5ª de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, se aplica a las cuotas participativas el régimen fiscal de las acciones. El segundo ejemplo de esta evolución es la recientemente aprobada normativa sobre reestructuración bancaria. El Real Decreto-ley 9/2009, de una parte, añade al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) a las instituciones —Fondo de Garantía de Depósitos y otras entidades del sector de cajas de

ahorros— que ya anteriormente, previa autorización del Banco de España, podían superar el límite de posesión del 5 por 100 de las cuotas participativas emitidas por una caja de ahorros; de otra, en las situaciones de especial gravedad previstas en el precepto tampoco será de aplicación el límite relativo a que el volumen de cuotas participativas en circulación no pueda superar el 50 por 100 del patrimonio de la caja (47).

2. Composición y estructura cuantitativa de los recursos propios de las cajas: ratios de solvencia

Un somero análisis cuantitativo de la evolución de los recursos propios de las cajas españolas po-

ne de manifiesto el progresivo protagonismo adquirido en la estructura de fondos propios por las participaciones preferentes y las financiaciones subordinadas en los últimos años (48).

Analizando la serie de los diez últimos años, el volumen bruto de los recursos propios consolidados de las cajas españolas ha mantenido un ritmo de crecimiento apreciable, como puede observarse en el cuadro n.º 1. Sin embargo, si se observa el crecimiento de cada uno de sus elementos, se constata que el incremento de las reservas propias ha seguido un ritmo inferior al general de los fondos, abriendo una brecha que ha sido sucesivamente ocupada por las financiaciones subordinadas y las participaciones preferentes, como fácilmente se desprende del

CUADRO N.º 1

RECURSOS PROPIOS COMPUTABLES DE LAS CAJAS DE AHORROS (MILLONES DE EUROS)

	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09 jun
RECURSOS PROPIOS BÁSICOS	23.926	28.483	31.273	33.933	36.980	42.090	50.700	57.963	72.409	72.465	78.225
1.1. Capital social y recursos asimilados	222	222	222	222	222	222	222	222	222	403	403
1.2. Reservas efectivas y expresas	21.212	24.026	26.225	28.816	31.662	35.450	41.802	47.947	62.202	69.146	71.572
Propias	20.671	23.441	25.638	28.095	30.542	33.497	39.315	46.460	56.579	64.040	66.230
De minoritarios	541	585	587	721	1.120	1.953	2.487	1.487	5.623	5.106	5.342
1.3. Fondos afectos al conjunto de riesgos	178	343	361	342	363	527	32	31	29	0	0
1.3. Participaciones preferentes...	2.600	5.259	6.143	6.459	6.626	6.626	7.362	8.904	8.965	9.778	13.631
1.4. Reservas en sociedades consolidadas.....	1.523	2.520	2.901	3.083	3.242	4.024	3.179	3.852	5.660	0	
1.4. Dedicaciones	-1.809	-3.887	-4.579	-4.989	-5.135	-4.759	-1.897	-2.993	-4.669	-6.862	-7.382
RECURSOS PROPIOS DE SEGUNDA CATEGORÍA	6.002	6.942	9.344	11.235	13.233	15.001	22.381	40.372	39.864	28.526	30.449
2.1. Reservas de revalorización de activos	1.252	869	870	783	757	753	4.778	12.325	11.293	3.077	3.042
2.2. Plusvalías							526	8.521	8.120	881	717
2.3. Financiaciones subordinadas	3.977	5.269	7.619	9.534	11.480	13.200	15.606	19.063	18.847	18.270	21.206
2.4. Cobertura genérica para riesgo de insolvencia							924	7.822	8.493	4.651	4.275
2.5. Otros	774	804	1.725	1.701	1.753	1.801	4.817	1.162	1.231	1.647	1.208
OTRAS DEDUCCIONES	-933	-1.732	-2.318	-1.516	-1.112	-1.153	-3.155	-4.925	-6.110	-4.390	-6.252
TOTAL RECURSOS PROPIOS COMPUTABLES	28.995	33.693	38.299	43.652	49.101	55.938	69.926	93.410	106.163	96.601	102.422

Fuente: CECA.

CUADRO N.º 2

ESTRUCTURA DE LOS RECURSOS PROPIOS COMPUTABLES

Porcentajes	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09 jun.
Recursos propios computables..	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dotaciones y reservas.....	73,9	72,0	69,1	66,5	64,9	63,8	60,1	51,6	58,8	72,0	70,3
Cuotas participativas.....	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2
Participaciones preferentes.....	9,0	15,6	16,0	14,8	13,5	11,8	10,5	9,5	8,4	10,1	13,3
Financiación subordinada	13,7	15,6	19,9	21,8	23,4	23,6	22,3	20,4	17,8	18,9	20,7
Plusvalías.....							0,8	9,1	7,7	0,9	0,7
Cobertura genérica.....							1,3	8,4	8,0	4,8	4,2
Otros (incluidas deducciones).....	3,3	-3,3	-5,1	-3,2	-1,9	0,7	4,9	1,0	-0,7	-6,9	-9,4

Fuente: CECA.

cuadro n.º 2, en el que se recoge la estructura de los recursos propios. En valores absolutos, los recursos propios computables de las cajas de ahorros ascienden, en junio de 2009, a 102.422 millones de euros, mostrando un crecimiento ininterrumpido durante el período considerado, excepto en el pasado año. El descenso ocurrido en 2008 es fruto de la crisis financiera e inmobiliaria que se padece en España, reflejada en los recursos propios por diversas vías: el aumento de la morosidad requirió un desproporcionado incremento de las provisiones para insolvencias que redujo el resultado y, consiguientemente, las dotaciones a reservas, de modo que el aumento de éstas fue inferior al descenso que se produjo en otros elementos integrados en los de segunda categoría, tales como el cómputo de un porcentaje de las plusvalías registradas en patrimonio neto por variaciones del valor razonable de la cartera disponible para la venta, y de la parte computable de la cobertura genérica de las provisiones para insolvencias; además, se produjo un aumento en las deducciones de recursos propios por diversos conceptos. El importe volvió a subir un 6 por 100 en los seis primeros meses transcurridos del presente año, situándose en el nivel señalado. El crecimiento me-

dio de los mismos a lo largo de todo el período analizado fue del 14 por 100.

Las dotaciones fundacionales de las cajas tienen una importancia muy escasa y estable en todo el período, pues si del concepto general reflejado en el cuadro n.º 1 se desgaja la cuantía de las cuotas participativas encuadradas en él como recursos asimilados, la cifra se reduce a unos 192 millones de euros. Las cuotas participativas tienen también un importe meramente testimonial, pues se reducen a los 30 millones de euros emitidos por la CECA al implantarse su regulación, con la finalidad de reforzar su naturaleza de asociación de todas las cajas españolas, así como a los 180 millones de euros emitidos el pasado año por una caja.

Las participaciones preferentes, que forman parte de los fondos básicos, o *Tier 1*, alcanzan la cifra de 13.631 millones de euros en junio de 2009, y han venido experimentando importantes tasas de crecimiento en muchos años desde 1999 (en especial en los ejercicios 2000, 2001, 2005, 2006 y en lo que va de año), con una tasa media de aumento en todos ellos del 20,8 por 100.

Por último, también las financiaciones subordinadas tienen un

volumen significativo en el conjunto de los recursos propios, por cuanto al día de hoy ascienden a la cifra de 21.206 millones de euros. Los ejercicios en los que más crecieron en términos relativos fueron los de 2000 a 2006, así como también están experimentando un aumento apreciable en los seis primeros meses de este año. El crecimiento medio durante el período analizado fue del 19 por 100.

Con ello, se pone de relieve la estructura de los recursos propios de las cajas, que se visualiza mejor en el reseñado cuadro n.º 2, en el que se contrasta la afirmación de que la brecha abierta porque el crecimiento de las reservas era inferior al general de los fondos y porque el conjunto de los otros recursos y las deducciones cambió de signo se fue cubriendo mediante la emisión de participaciones preferentes y financiación subordinada.

En efecto, si bien al principio del período analizado la proporción cubierta por el *core capital* (dotaciones, reservas y cuotas participativas, en el caso de las cajas de ahorros) respecto del total de recursos propios computables se situaba en el 74 por 100, desde entonces el porcentaje comenzó a decaer hasta situarse en el 51,6 por 100 en 2006. A partir de

este año, ha vuelto a recuperarse en parte, situándose en el 72,2 por 100 al cierre de 2008.

La brecha abierta en el *core capital* se ha ido cubriendo, como se dijo, de una parte, por las participaciones preferentes, que desde 1999 alcanzan porcentajes de estructura significativos que van desde el 8,4 por 100 de 2007 al 16 por 100 de 2001; de otra, también las financiaciones subordinadas constituyen una parte importante en dicha estructura, incluso mayor que la de las participaciones preferentes, pues desde el principio alcanzan cotas de crecimiento que superan holgadamente los dos dígitos, y en muchos años del presente siglo han crecido por encima del 20 por 100.

Las variaciones en la estructura de los recursos propios de las cajas de ahorros se observa mejor, como se hace en el gráfico 1, me-

dante una foto fija de la misma al cierre del primer ejercicio económico considerado y al de los seis primeros meses del año en curso. Como en él se observa, las dotaciones y reservas descienden 3,6 puntos porcentuales en su importancia relativa, pasando del 73,9 al 70,3 por 100. Las participaciones preferentes, pasan a representar un parte considerable de los fondos propios, pasando de un 9 por 100 en 1999 al 13,3 por 100. Mayor es todavía la participación de las financiaciones subordinadas, que actualmente suponen más de la quinta parte de los recursos totales (un 20,7 por 100). Por último, aunque tienen poca importancia relativa, cabe reseñar que, a partir de la reforma de la circular de recursos propios del Banco de España, surgen a partir de 2005 nuevos elementos computables dentro de ellos, como son una parte de las plusvalías contabilizadas como patrimonio neto

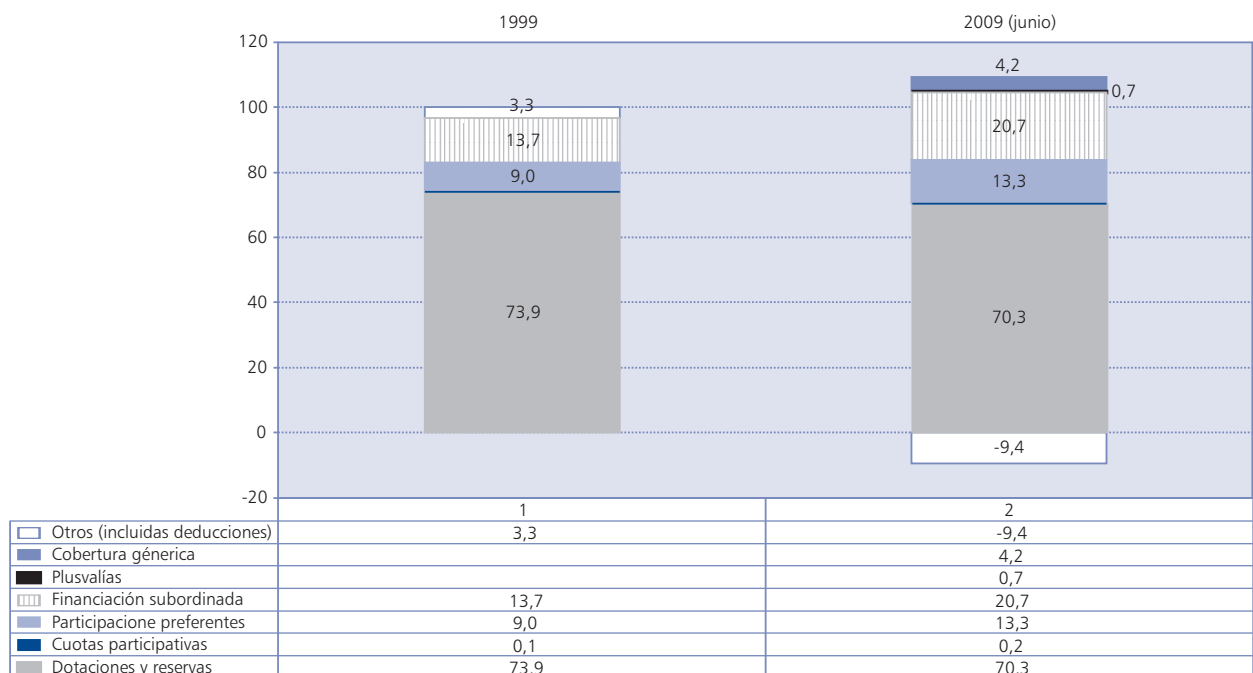
por aplicación del valor razonable a los instrumentos financieros que se integran en la cartera de activos disponibles para la venta, así como también una parte de las coberturas genéricas de la provisión para insolvencias.

Los volúmenes comentados de recursos propios determinan un comportamiento positivo de las cajas de ahorros en cuanto al cumplimiento de las ratios de solvencia establecidas, de modo que éstas se han situado siempre por encima de los mínimos legalmente requeridos.

En el cuadro n.º 3 se recogen tales ratios a lo largo del período objeto de análisis, y en el gráfico 2 se describen las curvas de evolución de éstas.

Podemos ver, pues, que el coeficiente de solvencia global nunca estuvo por debajo del 11 por

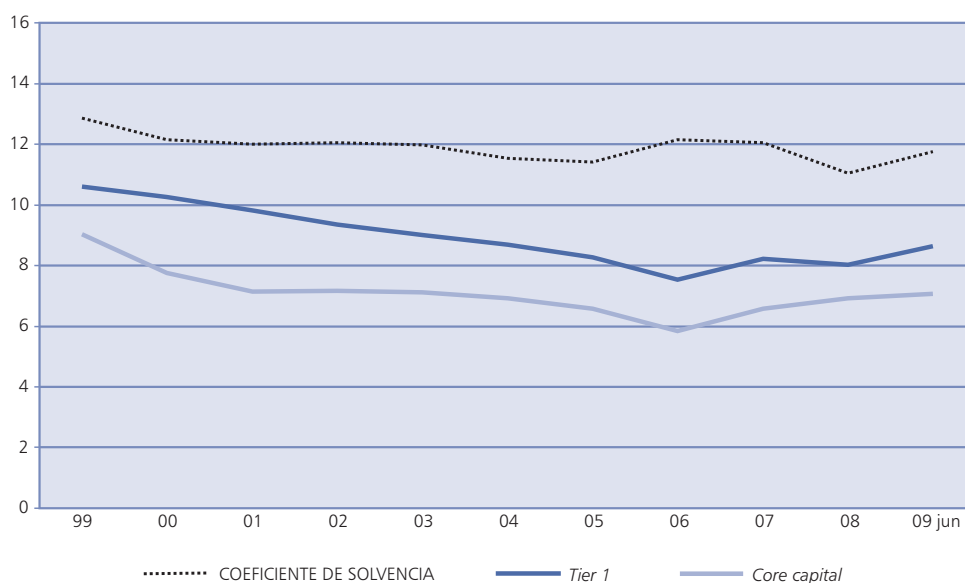
GRÁFICO 1
ESTRUCTURA DE LOS RECURSOS PROPIOS COMPUTABLES



CUADRO N.º 3

Ratios de solvencia	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09 jun
COEFICIENTE DE SOLVENCIA	12,86	12,15	12,02	12,05	11,97	11,55	11,41	12,16	12,05	11,04	11,75
Tier 1	10,61	10,27	9,81	9,36	9,01	8,69	8,27	7,55	8,22	8,03	8,65
Core Capital	9,05	7,75	7,16	7,16	7,13	6,93	6,58	5,84	6,59	6,92	7,08

Fuente: CECA.

GRÁFICO 2
RATIOS DE SOLVENCIA

100, llegando a alcanzar una cota del 12,86 por 100 en 1999. Ese mínimo se alcanzó justo en el último ejercicio cerrado de 2008 (11,04 por 100), y ya se recuperó algo en el primer semestre de este año, cuando subió al 11,75 por 100. En todo caso, siempre estuvo bastante por encima del mínimo del 8 por 100 legal.

Tampoco son preocupantes los ratios relativos a los recursos propios básicos (*Tier 1*), pues siempre estuvieron incluso por encima de ese mínimo legal señalado para el conjunto de todas ellas. Partiendo de porcentajes del 10,61 por 100 en 1999, sus niveles más bajos se

alcanzan precisamente en los últimos años, llegándose al 8,03 por 100 en 2008. Como ocurrió con el coeficiente global, éste también se está recuperando en el ejercicio en curso, en el que alcanza el 8,65 por 100.

Para terminar, tampoco es motivo de grave preocupación el *core capital* de las cajas de ahorros, aunque a raíz de la crisis y de las reformas normativas que se vislumbran hay que ser conscientes de que deben incrementarlo por todos los medios a su alcance. En un principio, esta ratio fue prácticamente similar a la del *Tier 1*, por cuanto las participaciones pre-

ferentes eran reducidas, y actualmente se sitúa en un apreciable 7,08 por 100.

V. CONCLUSIONES

De lo hasta aquí expuesto en relación con el régimen jurídico de los recursos propios de las entidades de crédito en general, y de su particular impacto en las cajas de ahorros, se desprenden algunas conclusiones:

1. Los recursos propios constituyen el elemento básico que, a efectos de la supervisión prudencial de las entidades de crédito, se uti-

liza para determinar su solvencia. El concepto de recursos propios que se considera es el de capital regulatorio, que es más amplio que la mera expresión del capital económico o contable. En este sentido, cabe definirlo como aquella parte de la financiación básica de las empresas que cubre los riesgos de la gestión, financia su estructura y constituye la garantía de un crecimiento sostenible de la actividad.

2. Dentro del capital regulatorio se comprenden una serie de instrumentos híbridos (que en España adoptan la forma de participaciones preferentes) que combinan rasgos inherentes a los recursos propios con otros que son específicos de los instrumentos de deuda o recursos ajenos. Por tal motivo, dentro de la enumeración que, a efectos regulatorios, se realiza de los elementos que componen los recursos propios, se distingue entre aquellos que se integran en lo que se denominan fondos propios básicos (o de primera categoría, o *Tier 1*) y los que se computan como fondos propios de segunda categoría (o complementarios, o *Tier 2*). Es cada vez más frecuente que los mercados se refieran también al *core capital* (capital más reservas). Es previsible que el regulador también se centre en el futuro en este concepto para contrastar la estabilidad y la solvencia de las entidades de crédito.

En el ámbito de la Unión Europea, la Directiva que regula los recursos propios (Directiva de Adecuación del Capital, o CRD) establece, respecto de aquellos elementos distintos del capital económico, determinados requisitos y límites a los que deben ajustarse, sin perjuicio de que los estados miembros puedan aplicar disposiciones más estrictas al respecto. Los requisitos esenciales que establece, al margen de otros meramente

contables o de control, consisten en que aquéllos puedan ser libremente utilizados para absorber pérdidas, que los pagos a sus tenedores puedan suspenderse si no existen beneficios en la emisora y que se sitúen en los últimos lugares en el orden de prelación de los créditos, sólo por encima del capital ordinario.

El régimen vigente en España se contiene en el actualizado título II de la citada Ley 13/1985 y en sus disposiciones de desarrollo, según el cual, se consideran recursos propios el capital social, el fondo fundacional, las cuotas participativas de las cajas de ahorros, las reservas, los fondos y provisiones genéricos, los fondos de la obra benéfico-social de las cajas de ahorros y los de educación y promoción de las cooperativas de crédito, las participaciones preferentes, las financiaciones subordinadas y otras partidas, exigibles o no, susceptibles de ser utilizadas en la cobertura de pérdidas. A su vez, dichos elementos se distinguen entre recursos propios básicos y de segunda categoría (*Tier 1* y *Tier 2*), en razón de su naturaleza y capacidad de asunción de pérdidas. Como en la norma comunitaria, también en la española se contienen ciertos límites para los de segunda categoría y para algunos de sus elementos en particular. La crisis financiera mundial que padecemos hace presagiar nuevas e importantes revisiones en toda esta regulación de los recursos propios en la doble dirección de su armonización y endurecimiento.

3. En valores absolutos, los recursos propios computables de las cajas de ahorros al día de hoy ascienden a 102.422 millones de euros, con un crecimiento medio del 14 por 100 desde 1999. Habida cuenta de la naturaleza fundacional de las cajas, las reservas cons-

tituyen la vía fundamental para que sigan creciendo y, con ello, posibilitar el desarrollo de su actividad. No obstante, en los últimos años su crecimiento es menor que el del conjunto de los recursos propios, con lo que la brecha abierta se está cubriendo con mayores cuantías emitidas de participaciones preferentes y de financiación subordinada. Las reservas suponen actualmente algo más del 70 por 100 de los recursos totales. Las participaciones preferentes, un 13,3 por 100, y las financiaciones subordinadas, un 20,7 por 100.

La ratio global de solvencia del sector de cajas se sitúa en el 11,75 por 100, casi cuatro puntos por encima del legal. El *Tier 1* es el 8,65 por 100, que también por sí mismo es superior a dicho mínimo. Y el *core capital* es el 7,08 por 100, lo que supone un nivel adecuado. Si el endurecimiento de la normativa de capital se concreta, las cajas de ahorros deben ser plenamente conscientes de que deben reforzar en lo posible sus recursos propios.

4. Detrás de esta evolución de los recursos propios de las cajas de ahorros cabe señalar la peculiaridad derivada de su naturaleza jurídica, consistente en que carecen de capital social (tan sólo cuentan con unas escasas dotaciones fundacionales que fueron realizadas en forma de donativos en el momento de su constitución). Por ello, el legislador reguló un elemento de recursos propios específico para las cajas de ahorros, que son las cuotas participativas, pero del que hasta el momento apenas se ha hecho uso. Otro elemento específico de los recursos propios de las cajas de ahorros, también de muy escasa importancia relativa, son los fondos de su obra social, materializados en inmuebles de uso poli-

valente. El resto de los elementos son los comunes para las demás entidades de crédito. La circunstancia indicada de carencia de capital social determina que sus requerimientos mínimos de recursos propios se cubran a través de su crecimiento orgánico, mediante la generación de reservas y a través de emisiones de participaciones preferentes y deuda subordinada.

Si se materializa la reforma proyectada en el régimen del capital, debería abordarse paralelamente un debate sobre los instrumentos con que cuentan las cajas para cubrir su capital regulatorio. En este sentido, se debe reflexionar sobre la figura de las cuotas participativas. En particular, si éstas han cumplido con la finalidad de ofrecer a las cajas un instrumento que les permita reforzar sus recursos propios básicos, aliviando la desigualdad competitiva con los bancos en este aspecto. En esencia, deberían seguir configurándose como valores negociables de renta variable, adaptándose a las futuras exigencias del *Tier 1*, con una retribución en razón únicamente de los resultados obtenidos por la emisora y sin restricción a la tenencia.

NOTAS

(1) FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis, *El fortalecimiento de los recursos propios*, Madrid, Marcial Pons, 1992: 10.

(2) VALERO, Francisco José, y ESTEBAN CRESPO, Sergio, «Recursos propios y solvencia en las Cajas de Ahorros. Posibilidades que brindan las cuotas participativas», *Análisis Financiero Internacional*, n.º 102, 2000: 27-38.

(3) El carácter híbrido de éstos y otros instrumentos financieros deriva de la combinación de rasgos específicos de los recursos propios con características identificadoras de los recursos ajenos o del otorgamiento de una opción para convertir la inversión de una a otra categoría. McCORMICK, Roger, y CREAMER, Harriet, *Hybrid Corporate Securities: International Legal Aspects*, Londres, Sweet & Maxwell, 1987: 2.

(4) Así lo explica el profesor SÁNCHEZ CALERO en el texto «Financiaciones subordinadas

y otros instrumentos de capitalización de los bancos en España», según cita TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, en «La financiación externa de las Cajas de Ahorros, en particular, las obligaciones subordinadas y las cuotas participativas», *RDBB*, n.º 43, 1991: 687-795; cita en página 689, nota 3.

(5) Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición).

(6) Directiva 2006/48/CE: Artículo 63

«1. El concepto de fondos propios utilizado por un Estado miembro podrá incluir otros elementos siempre y cuando se trate de elementos que, independientemente de su denominación jurídica o contable, presenten las siguientes características:

a) que puedan ser libremente utilizados por la entidad de crédito para cubrir los riesgos inherentes al ejercicio de la actividad bancaria, cuando aún no se hayan determinado las pérdidas o minusvalías;

b) que su existencia esté reflejada en la contabilidad interna; y

c) que su cuantía esté fijada por la dirección de la entidad de crédito, verificada por revisores independientes, comunicada a las autoridades competentes y sometida al control de las mismas.

2. También podrán ser aceptados como otros elementos los títulos de duración indeterminada y los demás instrumentos similares que cumplan los requisitos siguientes:

a) que no puedan ser reembolsados a petición del portador o sin el acuerdo previo de la autoridad competente;

b) que el contrato de emisión deba conceder a la entidad de crédito la posibilidad de diferir el pago de los intereses de la deuda;

c) que los créditos del acreedor contra la entidad de crédito deban estar subordinados en su totalidad a los de todos los acreedores no subordinados;

d) que los documentos que regulen la emisión de los títulos deban establecer que la deuda y los intereses no pagados puedan absorber pérdidas, dejando a la entidad de crédito la posibilidad de seguir operando; y

e) que únicamente se tengan en cuenta los importes efectivamente pagados.

Podrán ser añadidas como otros elementos, las acciones preferenciales acumulativas que no sean las definidas en la letra h) del artículo 57».

Asimismo, artículo 22 del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, desarrollo de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos Propios y Supervisión en base consolidada de las Entidades Financieras (BOE de 7 de diciembre)

(Corrección de errores, BOE de 3 de febrero de 1993), modificado por el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero (BOE de 23 de abril de 2005).

(7) Directiva 77/780/CEE del Consejo, de 12 de diciembre de 1977, dirigida a la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas referentes al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (DO L 322/30, de 17 de diciembre 1977).

(8) Disponible en www.bis.org.

(9) Si bien pueden considerarse como antecedentes tanto la Ley de Ordenación Bancaria de 1921, que facultaba al Consejo Superior Bancario para establecer una relación entre los recursos propios y ajenos de los bancos, como la de 1946, que facultaba al Ministerio de Hacienda para exigir el mantenimiento de una determinada proporción entre el importe de los recursos propios y el de sus obligaciones, puede considerarse que la regulación española arranca con el establecimiento de un coeficiente de garantía para los bancos, en el marco de las reformas del crédito y de la banca emprendidas en el año 1962. Mediante dicho coeficiente de garantía se ponían en relación los recursos propios con los ajenos. En las cajas de ahorros nunca llegó a establecerse un coeficiente de garantía a efectos de solvencia, si bien fue utilizado como referencia para regular la expansión de sus oficinas en las grandes ciudades y los porcentajes de sus excedentes líquidos que debían destinarse a reservas.

Un precedente algo más aproximado a lo que en la actualidad es la regulación de los recursos propios de las entidades de crédito se encuentra en la Ley 13/1985, que ajustaba el volumen de los mínimos requeridos en función de las inversiones realizadas y de los riesgos asumidos por la entidad. En una primera etapa, el nuevo coeficiente de recursos propios se diseñó bajo una doble configuración: un coeficiente global y otro específico, prevaleciendo en cada caso aquel que requiriera un mayor nivel de recursos propios. Según el coeficiente específico, los recursos propios de las entidades de crédito no debían ser inferiores al resultado representado por la suma de los saldos de las distintas categorías de los activos en riesgo multiplicados por los porcentajes de ponderación que para cada una de ellas se establecía en la normativa reseñada. Y, conforme al coeficiente global, tales recursos propios mínimos tampoco podían ser inferiores a un determinado porcentaje sobre el conjunto de las inversiones de la entidad. En una segunda etapa, se pasa del doble coeficiente a uno único ponderado: los recursos propios mínimos se determinan aplicando el porcentaje del 8 por 100 al importe que resulta de la suma de los distintos grupos de activos en riesgo ponderados con arreglo a los factores y recargos establecidos al efecto.

(10) Modificada por: Ley 13/1992, de 1 de junio (título 2º, disposición transitoria); Ley

44/2002, de 22 de noviembre (art. 7 y artículo 11.4); L 19/2003, de 4 de julio (nueva disposición adicional segunda); Ley 62/2003, de 30 de diciembre (art. 8.8, art. 9.1 y disposición adicional 2ª, nuevo apartado 7); Ley 5/2005, de 22 de abril (art. 8.1, art. 8.3.c, art. 8.4.g, art. 8.5; art. 9.2 párr. 1, art. 9.3, art. 13.3); Ley 23/2005, de 18 de noviembre (disposición adicional 2ª, apartados 5º y 6º); Ley 36/2007, de 16 de noviembre (rúbrica título segundo; artículo 6; art. 8; art. 9.4; nuevos artículos 10 bis y 10 ter; art. 11; art. 12.1); Ley 4/2008, de 23 de diciembre (disposición adicional segunda, apdo. 3) y Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio (artículo 7, apartados 7 y 8).

(11) Véanse Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, modificado por Reales Decretos 538/1994, de 25 de marzo (BOE de 30 de marzo); 2024/1995, de 22 de diciembre (BOE de 13 de enero de 1996); 1572/1996, de 28 de junio (BOE de 12 de julio); 2486/1998, de 20 de noviembre (BOE de 25 de noviembre); 845/1999, de 21 de mayo (BOE de 4 de junio), 1419/2001, de 17 de diciembre (BOE de 5 de enero de 2002) y 1332/2005, de 11 de noviembre; Orden de 30 de diciembre de 1992, modificada por órdenes de 23 de julio de 1996 (BOE de 30 de julio); 4 de diciembre de 1996 (BOE de 14 de diciembre); 13 de abril de 2000 (BOE de 26 de abril) y 3451/2002, de 27 de octubre (BOE de 17 de enero de 2003) y Circular del Banco de España 5/1993, de 26 de marzo (BOE de 8 de abril), modificada por circulares 12/1993, de 17 de diciembre (BOE de 28 de diciembre); 2/1994, de 4 de abril (BOE de 13 de abril); 12/1996, de 29 de noviembre (BOE de 18 de diciembre); 3/1997, de 29 de abril (BOE de 17 de mayo); 5/1998, de 19 de mayo (BOE de 12 de junio); 10/1999, de 17 de diciembre (BOE de 23 de diciembre); 3/2003, de 24 de junio (BOE de 7 de julio); 3/2004, de 23 de julio (BOE de 2 de agosto) y 3/2005, de 30 de junio (BOE de 13 de julio).

(12) Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición) (DOUE de 30 de junio 2006); Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición) (DOUE de 30 de junio 2006).

(13) Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, (DOCE L126/1, de 26 de mayo 2000).

(14) POVEDA ANADÓN, Raimundo, *Basilea II*, Ensayos, Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS), Madrid, 2006.

(15) «Artículo 7.

1. A los efectos del presente Título, los recursos propios de las entidades de crédito y de los grupos consolidables de entidades de crédito comprenden: el capital social, el fondo fundacional, las cuotas participativas de las Ca-

jas de Ahorros, las reservas, los fondos y provisiones genéricos, los fondos de la Obra Benéfico-Social de las Cajas de Ahorros y los de educación y promoción de las Cooperativas de Créditos, las participaciones preferentes, las financiaciones subordinadas, otras partidas exigibles o no, susceptibles de ser utilizadas en la cobertura de pérdidas.

De estos recursos se deducirán las pérdidas, así como cualesquiera activos que puedan disminuir la efectividad de dichos recursos para la cobertura de pérdidas.

(...).

(16) ROLDÁN, José María, «Las participaciones preferentes como recursos computables», presentado en las jornadas *Recursos propios de las Cajas de Ahorros: participaciones preferentes en España*, organizadas por la Escuela de Finanzas Aplicadas, 29 de abril de 2003, disponible en <http://www.bde.es/prensa/intervenpub/diregen/regula/regula290403.pdf>.

(17) Véase artículo 66 de la Directiva 2006/48, que se refiere a los componentes de los recursos propios enumerados en el artículo 57 del mismo texto legal y ya citado.

«Artículo 66

1. Los elementos contemplados en las letras d) a h) del artículo 57 estarán sujetos a las limitaciones siguientes:

a) el total de los elementos de las letras d) a h) se limitará a un máximo equivalente al 100 por 100 de los elementos de las letras a) más b) y c) menos los elementos de las letras i) a k); y

b) el total de los elementos de las letras g) a h) se limitará a un máximo equivalente al 50 por 100 de los elementos de las letras a) más b) y c) menos los elementos de las letras i) a k);

2. La totalidad de los elementos del artículo 57, se deducirá, en un cincuenta por ciento, del total de las letras l) a r) de los elementos a) a c) menos i) a k), y el otro cincuenta por ciento del total de los elementos d) a h) del artículo 57, una vez aplicados los límites establecidos en el apartado 1 del presente artículo. Cuando la mitad del total de los elementos l) a r) supere el total de los elementos d) a h) del artículo 57, se deducirá el excedente del total de los elementos a) a c) menos i) a k) del artículo 57. Los elementos de la letra r) del artículo 57 no se deducirán si han sido incluidos en el cálculo de exposiciones ponderadas por riesgo a efectos del artículo 75 según lo especificado en la parte 4 del anexo IX.

3. A los efectos de las secciones 5 y 6, las disposiciones establecidas en la presente sección se entenderán sin tomar en consideración los elementos contemplados en las letras q) y r) del artículo 57 así como en el apartado 3 del artículo 63.

4. Las autoridades competentes podrán autorizar, provisionalmente y en circunstancias

excepcionales, a las entidades de crédito a rebasar el umbral establecido en el apartado 1.»

(18) CRD, según su acrónimo en inglés, por *Capital Requirements Directive*.

(19) Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis.

(20) The High-Level Group on financial supervision in the EU, presidido por Jacques de Larosière, *Report*. Bruselas, 25 de febrero de 2009.

(21) The High-Level Group on financial supervision in the EU, op. cit. Recomendaciones 1, 2 y 7.

(22) Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la sujeción a supervisión de las políticas remunerativas.

(23) Commission Services Staff Working Document, *Possible further changes to the Capital Requirements Directive*. Julio de 2009. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/capital_requirements_directive/CRD_consultation_document_en.pdf

(24) La declaración final de la cumbre del G-20 en Pittsburg puede localizarse en la siguiente dirección electrónica: <http://www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129639.htm>.

(25) Ver «Comprehensive response to the global banking crisis», BIS 7, de septiembre de 2009. *Press releases*. <http://www.bis.org/press/p090907.htm>.

(26) CARBÓ, Santiago, y MÉNDEZ, José María, «La relevancia de la diversidad de estructuras de propiedad en el sector bancario europeo». *Perspectivas del Sistema Financiero*, número 88: 87-105, Fundación de las Cajas de Ahorros, Madrid, 2006.

(27) Según los datos analizados en PÉREZ FERNÁNDEZ, José; RODRÍGUEZ JIMÉNEZ, Lupicínio, y JIMÉNEZ FERNÁNDEZ, Alfredo (dir.), *Las Cajas de Ahorros, modelo de negocio, estructura de propiedad y gobierno corporativo*. Fundación de Estudios Financieros. Madrid. 2007: 65.

(28) Ver LAGARES CALVO, Manuel J., «Las cajas de ahorros en la nueva Ley Financiera», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 171, 2002.

(29) Real Decreto 664/1990, de 25 de mayo, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorros (BOE de 30 de mayo de 1990).

(30) Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorros (BOE de 3 de marzo de 2004).

(31) Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales (BOE número 160, de 5 de julio de 2003).

(32) Disposición adicional segunda, 1.ª), de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros (añadida por la disposición adicional tercera de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales):

«i) (...) Si dicho porcentaje se sobrepasara una vez realizada la emisión, la entidad de crédito deberá presentar ante el Banco de España para su autorización un plan para retornar al cumplimiento de dicho porcentaje. (...)».

(33) Ver Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (artículos 26 a 30, 35 y 35 bis).

(34) Ver TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, «La financiación externa de las Cajas de Ahorros, en particular... op. cit.

(35) Norma undécima, Circular 5/1993, debidamente modificada.

(36) En virtud de la norma undécima de la Circular 5/1993, redactada de conformidad con la Circular 2/2006, no se tendrán en cuenta para el cómputo:

«a) El exceso de los elementos incluidos en la letra g) —financiaciones subordinadas— del apartado 1 de la norma octava y de las acciones rescatables computables como recursos propios de segunda categoría que otorguen derechos acumulativos al cobro de dividendos, sobre el 50 por 100 de los recursos propios básicos de la "Entidad".»

(37) Artículo 64 de la Directiva 2006/48/CE en el contexto europeo. En nuestro ordena-

miento vigente, interesa tener en cuenta, debidamente actualizadas, las siguientes normas: artículos 20.G) y 22.3. del Real Decreto 1343/1992; norma octava de la sección segunda de la Circular 5/1993.

(38) Requisito que la Directiva precisa *in fine* con la siguiente previsión: «A efectos de la letra b) del párrafo segundo, si no hubiere sido fijada la fecha de vencimiento de la deuda, los créditos afectados sólo serán reembolsables con un preaviso de cinco años, salvo en el caso de que hayan dejado de considerarse fondos propios o si se exigiere formalmente la autorización previa de las autoridades competentes para su reembolso anticipado. Las autoridades competentes podrán autorizar el reembolso anticipado de tales fondos siempre que tal solicitud proceda del emisor y la solvencia de la entidad de crédito no se vea afectada por ello».

(39) Artículo 22.3.a) del Real Decreto 1343/1992, que coincide casi plenamente con la letra g) de la norma octava de la sección segunda de la Circular 5/1993.

(40) Artículo 22.3.c) del Real Decreto 1343/1992; que coincide casi plenamente con la letra g) de la norma octava de la sección segunda de la Circular 5/1993.

(41) Hoy artículo 7.2 de la vigente Ley 13/1985.

(42) MÉNDEZ, José María, «El nuevo régimen jurídico de las cuotas participativas de las cajas de ahorros», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 179, 2004: 137-145.

(43) COLINO MEDIAYLLA, José Luis, «¿Por qué no se emiten cuotas participativas?», *Diario La Ley*, n.º 6670 (pp. 1-8). 13/marzo/2007. Madrid.

(44) Este carácter híbrido es común a una serie de instrumentos típicos de financiación de las sociedades de capital, bien con cargo a recursos propios, como sucede con las acciones sin voto, que son valores negociables híbridos de carácter estable, porque no modi-

fican su naturaleza y su carácter híbrido obedece a los derechos que otorgan, o con cargo, inicialmente, a recursos ajenos, como sucede con las obligaciones convertibles, que son valores negociables híbridos porque se hallan «en transición», al menos potencial, entre las obligaciones y las acciones. Sobre estas últimas, puede verse TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, «Las obligaciones convertibles», *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 13, 1999: 95-139. Sobre la expansión de los valores híbridos en general, FERNANDEZ DEL POZO, Luis, *El fortalecimiento de recursos propios*, Ed. Marcial Pons. Madrid, 1992; MCCORMICK, Roger, y CREAMER, Harriet, *Hybrid Corporate Securities*, Editorial Sweet & Maxwell, Londres, 1987, y sobre el aspecto híbrido de las acciones de ahorro en la reforma italiana de Derecho de sociedades, TOMBARI, Umberto, «Azioni di risparmio e tutela dell'investitore: verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate», *Rivista delle Società* vol. 47, n.º 5: 1062-1117 Milán, 2002.

(45) Apartado 7 del artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.

(46) Ver al respecto TAPIA HERMIDA, Alberto Javier «Los grupos de entidades financieras en el Derecho español», en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, tomo III, Valencia, Tirant lo Blanch, 1995: 3697 y ss.

(47) Disposición final tercera del Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito (BOE de 27 de junio de 2009). Dicha Disposición final tercera modifica los apartados 7 y 8 del artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.

(48) PEREIRA RODRÍGUEZ, Jorge J., «El futuro de los recursos propios de las cajas de ahorros», *Economistas*, n.º 98, 2003: 168 y ss.

LA EMISIÓN DE CUOTAS PARTICIPATIVAS

Roberto LÓPEZ

Caja Mediterráneo

CAJA Mediterráneo ha sido la primera, y hasta el momento de escribir estas líneas única, caja de ahorros en España que ha emitido cuotas participativas.

Con el inicio de su cotización el 23 de julio de 2008, la CAM culminó un proceso iniciado más de un año antes con un profundo análisis interno tanto del «producto cuota participativa» en sí como de las diferentes alternativas que existían, y existen, para el reforzamiento de los recursos propios de la Caja, y por tanto de su solvencia.

Éste, el hecho de ser recursos propios *core capital*, fue el motivo principal por el que nos planteamos emitir cuotas participativas, pero no el único. La emisión de cuotas nos permitía respaldar la estrategia de internacionalización de la Caja, mejorando la estructura de la base de capital y permitiendo así aprovechar el efecto multiplicador sobre el potencial de emisión de otro tipo de recursos propios, como la deuda subordinada o las participaciones preferentes. Adicionalmente, se tomó en consideración la oportunidad de hacer explícita nuestra forma de hacer las cosas, porque sometemos nuestra actividad, nuestra estrategia orientada a la creación de valor, al escrutinio del mercado. En tercer lugar nos aporta mayor visibilidad, tanto nacional como internacional, a la vez que proporciona una vía más para aumentar la vinculación de los clientes y de los empleados. Por último, demostramos que la emisión de cuotas no modifica, de ninguna manera, el estatus jurídico de la Caja (de hecho, existen garantías adicionales en la legislación) ni tenía por qué afectar al montante destinado a la realización de obras sociales, lo que allanó considerablemente el camino para la aprobación interna de la emisión. La CAM sigue siendo la Caja, pero cotizada.

Obviamente, valoramos también otras alternativas para el reforzamiento de los recursos propios y la mejora de su estructura, algunas de las cuales han sido puestas en marcha por otras cajas, como la creación de *holdings* con participaciones industriales, la materialización de plusvalías latentes o la incorporación de socios que aportaran capital para el desarrollo de negocios conjuntos. En este sentido, el análisis de las al-

ternativas, éstas que planteo u otras, de las razones por las que emitir, y todo ello teniendo muy en cuenta las particularidades de cada Entidad, debe ser un trabajo previo ineludible a realizar por aquellas cajas que se planteen seriamente la posibilidad de emitir cuotas participativas, y es fundamental para dar respuesta a las inquietudes tanto internas como externas que, sin duda, se les plantearán en un proceso de esta naturaleza.

Siguiendo con un, más o menos, orden cronológico de los aspectos que fuimos tratando y solucionando en el proceso, comenzamos a preparar documentación de todo tipo (créanme, hace falta mucha) un poco antes del verano de 2007. En CAM nos planteamos el proyecto con cuatro fases y siete áreas de trabajo:

— *Tesis de inversión*, centrada en las ventajas competitivas y posicionamiento estratégico del Grupo CAM, así como en destacar mensajes clave a resaltar. Como fruto del trabajo interno al que he hecho referencia anteriormente, fue mucho más fácil dar cuerpo al *equity story* (en la terminología de mercados internacionales), que no es ni más ni menos que poner blanco sobre negro los motivos por los que los inversores han de confiar lo suficiente como para invertir su dinero en tu proyecto.

— *Aprobación interna*. Sesiones informativas, formativas y de debate con los miembros de los órganos de gobierno.

— *Valoración*. Conteniendo plan de negocio y proyecciones, análisis de sensibilidad a las hipótesis fundamentales del plan de negocio, selección de compañías cotizadas comparables y determinación de los modelos de valoración, entre otros aspectos.

— *Documentación / legal*. *Due diligence*, folleto de emisión, relación con supervisores (Comisión Nacional del Mercado de Valores, Banco de España, Instituto Valenciano de Finanzas), opiniones legales o cartas de verificación.

— *Marketing*. Estructura de la emisión, directrices de publicidad y analistas de Bolsa, presenta-

ciones a analistas, inversores, bolsas, rangos de precios, *roadshow*...

— *Operativas*. Adaptación de plataforma interna, conexiones con bolsas siendo la de Valencia la de cabecera, interfases con *broker* para la operación...

— *D+1*. Contrato de liquidez, plan de *marketing* para cuotapartícipes...

Como recordará el lector, en agosto de 2007 estalló la crisis financiera internacional, que también tuvo impacto en nuestro proyecto, fundamentalmente por la incertidumbre sobre el alcance y la duración que podría tener esta situación. Con el objetivo fundamental de conseguir una flexibilidad imprescindible en un entorno tan incierto como aquél, el Consejo de Administración decidió mantener el proyecto, pero en dos etapas: en una primera, la Asamblea General aprobaría la realización de una emisión, con amplia delegación en el Consejo de Administración para la concreción del resto de aspectos necesarios.

Así fue, y la Asamblea General que se celebró el 14 de diciembre de 2007 acordó por amplísima mayoría (más del 80 por 100) autorizar la primera emisión de cuotas participativas por hasta un 20 por 100 del valor de la Caja, facultando ampliamente al Consejo de Administración, por un plazo máximo de tres años, para la determinación de las características y demás detalles de la emisión.

Una vez superada con éxito la primera etapa, y dada la importante incertidumbre instalada en los mercados internacionales, nos planteamos tomarnos con calma la decisión final, y fue ya en mayo cuando el Consejo decidió continuar con el objetivo de emitir antes del verano de 2008, adaptando el planteamiento inicial en dos áreas fundamentales: reduciendo el importe desde alrededor de los 1.000 millones de euros inicialmente previstos hasta situarlo en el entorno de los 300, fijando para ello el porcentaje de la emisión en el 7,5 por 100, y con un mayor peso del tramo minorista frente al institucional.

La decisión de emitir, pese al momento, tomó en consideración que si el proyecto —entendíamos— tenía sentido, en un momento de crisis mucho más. Si la crisis podía tener consecuencias en el valor de la Caja, entonces reducir el montante de la emisión para minimizar la dilución de valor —estimamos que con el importe finalmente acordado la dilución no superaría el 1 por 100 del valor estimado de la En-

tidad— compensaba holgadamente la oportunidad de tener abierta la ventana al refuerzo posterior de recursos propios de la Caja.

Fase 1 completada.

Una primera consecuencia que aprendimos entonces fue que en un proceso como éste tienes que estar preparado para ser flexible, muy flexible.

La segunda fase, la inscripción del folleto de emisión, fue completada el 26 de junio, tras un intenso trabajo llevado a cabo con la inestimable colaboración y apoyo de la CNMV. Era un nuevo producto, con características particulares, que era preciso describir con la mayor claridad posible. Era la primera emisión realizada bajo la nueva MIFID. También, la propia CAM, al igual que el resto de cajas de ahorros españolas, es una empresa con una estructura de gobierno diferente a la de las sociedades por acciones, y había que describir ampliamente cómo funcionamos.

Debo resaltar a este respecto que Caja Mediterráneo ha allanado considerablemente el camino a otras caja de ahorros que decidieran emitir cuotas participativas al aclarar los principales aspectos diferenciadores de las cuotas en relación con las acciones: distribución de la prima de emisión, distribución de resultados y efecto sobre el peso de los cuotapartícipes en el caso de que los porcentajes «pagados» a cuotapartícipes y obra social (*pay-out*) de su parte respectiva de los resultados sean diferentes.

Con la inscripción se iniciaba la tercera fase, la de colocación, en la que fue determinante la participación directa de la alta dirección de la Caja en las agotadoras reuniones que se produjeron a lo largo de casi dos semanas en el *roadshow* institucional y de toda la plantilla en la colocación del tramo minorista.

El rango de precios ofertado se estableció entre los 5,84 euros/cuota y 7,30 euros/cuota. La evolución muy negativa de la Bolsa española, y muy especialmente del sector financiero, junto con las ofertas recibidas en el tramo institucional nos aconsejó situar el precio definitivo de la emisión en el rango más bajo de precio ofertado, en los 5,84 euros.

Y ahí están los resultados. Sobre-suscripción tanto en el tramo minorista (2,2 veces) como en el cualificado (1,3 veces), más de 45.000 cuotapartícipes y segundo valor con mejor evolución en el cierre del ejercicio 2008 de los bancos cotizados.

CUADRO N.º 1

**IMPORTE DE EMISIÓN EN FUNCIÓN DE VALORACIÓN Y PORCENTAJE INICIAL DEL EXCEDENTE
DE LIBRE DISPOSICIÓN (ELD) DE LOS CUOTAPARTÍCIPIES**

Porcentaje ELD a CP	VALORACIÓN								
	3.500	3.750	4.000	4.250	4.500	4.750	5.000	5.250	5.500
5	184	197	211	224	237	250	263	276	289
10	389	417	444	472	500	528	556	583	611
15	618	662	706	750	794	838	882	926	971
20	875	938	1.000	1.063	1.125	1.188	1.250	1.313	1.375
25	1.167	1.250	1.333	1.417	1.500	1.583	1.667	1.750	1.833
30	1.500	1.607	1.714	1.821	1.929	2.036	2.143	2.250	2.357
35	1.885	2.019	2.154	2.288	2.423	2.558	2.692	2.827	2.962
40	2.333	2.500	2.667	2.833	3.000	3.167	3.333	3.500	3.667
45	2.864	3.068	3.273	3.477	3.682	3.886	4.091	4.295	4.500
50	3.500	3.750	4.000	4.250	4.500	4.750	5.000	5.250	5.500

No puedo finalizar el relato de esta historia de éxito sin hacer patente mi agradecimiento a todas aquellas personas que han hecho posible que CAM vuelva a marcar un hito histórico no ya sólo para nuestra Entidad, sino para el conjunto del sector de cajas, e incluso para el propio sistema financiero español. A los miembros de los órganos de gobierno de CAM, de manera muy especial a su Consejo de Administración, quienes desde el primer momento dedicaron todo el tiempo necesario, y más, para analizar, comprender, interiorizar, valorar en términos de estrategia de CAM y del modelo de cajas y, en último término, apoyar lo que es y representa la emisión de cuotas participativas. A toda la plantilla de esta casa por la gran profesionalidad demostrada

en el proceso de salida a Bolsa. A los organismos reguladores y supervisores, quienes, también desde el primer momento, manifestaron su apoyo al proyecto. A las cajas, que en todo momento respetaron y estuvieron actuando como soporte del proyecto. Para finalizar, a nuestros asesores Analistas Financieros Internacionales y Lehman Brothers, quienes construyeron argumentarios, definieron modelos de valor y ayudaron a desbrozar un camino nuevo, a la vez que nos daban su aliento en los momentos de flaqueza.

Por cierto, la cuarta fase, la última, no tiene fin previsto. Seguimos cotizados y bajo el escrutinio del mercado...

Resumen

Las fusiones transfronterizas de entidades financieras, en especial aquéllas en que participan las denominadas «instituciones sistémicas», tienen una gran importancia desde el punto de vista regulatorio. La falta de una política única de supervisión y regulación financiera en Europa abre la vía para que estas fusiones se conviertan en una forma de arbitraje regulatorio, en el que la integración perseguiría aprovechar las regulaciones menos exigentes y extraer los mayores beneficios posibles de la red de seguridad. En este artículo se analizan los resultados empíricos de algunas investigaciones recientes que estiman el impacto de estas prácticas. La implicación política fundamental de nuestro estudio es que las fusiones transfronterizas pueden reducir la eficacia de los requerimientos de capitales propios y/o los seguros de depósitos en los países de la UE, un elemento de gran trascendencia en el actual contexto de reformas de los sistemas de supervisión en la Unión.

Palabras clave: fusiones y adquisiciones, beneficios de redes de seguridad, arbitraje regulatorio.

Abstract

Cross-border mergers involving, *inter alia*, some of the so-called «systemically important» banks, have worrisome regulatory implications. The existence of heterogeneous supervision schemes across EU countries offers large institutions many ways to undertake regulatory arbitrage. The goal of this arbitrage is to extract safety net benefits by booking differently regulated activities in the most convenient jurisdictions. This article summarizes evidence obtained in recent empirical studies that model the determinants and impact of merger-related regulatory arbitrage. The critical policy implication of our article is that cross-border mergers threaten to undermine financial stability by reducing the effectiveness of capital requirements, deposit insurance schemes and other supervisory controls across the EU as a whole. This concern has special relevance at a time when EU countries are trying to rework the supervisory system to reduce their exposure to future financial crisis.

Key words: mergers and acquisitions, safety-net benefits, regulatory arbitrage.

JEL classification: G20, G21, G28.

FUSIONES TRANSFRONTERIZAS Y REGULACIÓN: LECCIONES EN TIEMPOS DE CRISIS

Santiago CARBÓ VALVERDE

Universidad de Granada y FUNCAS

Edward J. KANE

Boston College

Francisco RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ

Universidad de Granada y FUNCAS

I. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera ha puesto de manifiesto que controlar el riesgo sistémico y preservar la estabilidad financiera constituyen dos tareas fundamentales para los entes supervisores y reguladores en un mundo globalizado. La actual crisis ha evidenciado el papel que el riesgo sistémico desempeña en un entorno financiero abierto. El mercado único de servicios financieros de la UE, sobre todo en lo que a la actividad transfronteriza se refiere, constituye un buen ejemplo de posibles interacciones entre entidades bancarias de distintos países con implicaciones potenciales de relevancia para el riesgo sistémico. La existencia de redes de seguridad —como una combinación de normativa de solvencia y de sistemas de protección de los depositantes, principalmente— introduce incentivos hacia la prociclicidad del riesgo en la medida en que las entidades bancarias adopten más riesgo en tiempos de bonanza y puedan aprovechar los mencionados subsidios implícitos de la red de seguridad. La existencia de estas asimetrías da pie al posible arbitraje regulatorio en la medida en que, aun cuando se avanza hacia el mercado único europeo de servicios financieros, aún existen asimetrías en la regulación y supervisión a escala nacional. El prin-

cipal paradigma son los seguros de depósitos, que, al cubrir parte del riesgo de los pasivos a corto plazo, generan un incentivo a aumentar el endeudamiento de la entidad por encima del valor de mercado de sus activos (Lannoo, 2009).

En este artículo se analiza la posibilidad de arbitraje regulatorio de las entidades financieras europeas que se vieron inmersas en fusiones transfronterizas en los años que precedieron a la crisis financiera. Para ello, se hace referencia a alguna evidencia empírica reciente que muestra que las diferencias entre países en cuanto a regulación de solvencia y seguros de depósitos pueden tratar de ser aprovechadas por las entidades bancarias (mediante las fusiones transfronterizas) desplazando una parte del negocio, e incluso los centros de decisión, a los países con redes de seguridad más «generosas» o menos exigentes que introduzcan incentivos a asumir riesgo. Estas prácticas de arbitraje regulatorio pueden tener consecuencias sobre la estabilidad financiera y, por lo tanto, sobre el contribuyente, que es quien finalmente ha de asumir en buena medida los costes de este tipo de arbitraje, cuando desemboca en excesivo riesgo, y episodios de quiebra como los vividos desde agosto de 2007. Por lo tanto, el

presente artículo pretende evaluar en qué medida la heterogeneidad de redes de seguridad pueda afectar a fusiones transfronterizas y cómo estas fusiones pueden, a su vez, afectar a la estabilidad financiera. El trabajo se estructura en cuatro apartados siguiendo a esta introducción. En el apartado II, se realiza una revisión de la literatura previa sobre los beneficios y costes de las fusiones bancarias transfronterizas; en el III se ofrecen los datos y la metodología empleada en algunos análisis recientes de los autores sobre fusiones; en el IV, se presenta una discusión sobre los principales resultados de estas investigaciones, y finalmente, en el V, se exponen las principales conclusiones de la investigación, así como las principales implicaciones de política regulatoria.

II. LA NECESIDAD DE EVALUAR LOS BENEFICIOS Y COSTES DE LAS FUSIONES BANCARIAS TRANSFRONTERIZAS

En las últimas dos décadas, el proceso de integración europea ha centrado en los mercados financieros, y en particular en los sectores bancarios, gran parte de sus esfuerzos para la integración económico-financiera. A menudo, las fusiones transfronterizas de entidades financieras se han considerado como el ejemplo más fehaciente del avance del proceso de integración financiera. Sin embargo, y aun cuando pueden existir beneficios potenciales (como en cualquier proceso de consolidación), las fusiones transfronterizas bancarias en Europea cuentan también con riesgos derivados del arbitraje regulatorio. Habitualmente, las autoridades de defensa de la competencia evalúan en qué medida la eficiencia y el poder de

mercado de las entidades involucradas en un proceso de integración varían con ese proceso, de modo que se puedan evaluar las consecuencias sobre el bienestar. En el caso de las fusiones bancarias transfronterizas, la posibilidad de arbitraje regulatorio es otro factor que debe considerarse. El arbitraje se da cuando, al cambiar la localización geográfica de sus actividades a países donde la supervisión y la regulación son menos exigentes, las instituciones financieras optan por una supervisión más deficiente de su exposición al riesgo (Kane, 2000; Carbó, Kane y Rodríguez, 2008; Campa y Hernández, 2008). Estas cuestiones no son triviales, ya que, como la crisis financiera ha demostrado, las consecuencias del aumento del riesgo sistémico se transmiten al conjunto de la economía y, al margen de sus efectos reales, terminan siendo, al menos en parte, asumidas por los contribuyentes. Los análisis sobre la eficiencia *ex ante* de las fusiones bancarias transfronterizas provienen principalmente de estudios de casos. Los investigadores primero comparan de este modo los parámetros de riesgo de las entidades involucradas en la fusión con los de otras competidoras no fusionadas. Cuando se observan diferencias significativas en los parámetros de riesgo entre las fusionadas y las no fusionadas, se obtiene una estimación de los efectos de la fusión sobre el riesgo en relación con la media del sector (Amihud, DeLong y Saunders, 2002; Buch y DeLong, 2008).

Muchos de estos estudios, aun limitados en su alcance, concluyen que el arbitraje regulatorio no ha tenido una gran incidencia en las fusiones transfronterizas en la UE (1). En cualquier caso, estos resultados no son, en nuestra opinión, concluyentes, dado que en ninguno de estos estudios se estiman de forma específica las di-

ferencias de beneficios netos extraíbles de la red de seguridad entre los países; no se relacionan empíricamente de forma directa los vínculos entre red de seguridad y arbitraje regulatorio, y no se controla la posibilidad de sesgos de selección, lo que significa que no se tiene en cuenta el hecho de que la selección de entidades fusionadas para el análisis influya, de por sí, en el resultado obtenido.

Con objeto de paliar estas deficiencias, un trabajo reciente de Carbó, Kane y Rodríguez (2009) examina si las entidades financieras de la UE que participan en las fusiones transfronterizas se diferencian de otros intermediarios financieros de la UE con respecto de los beneficios netos de la red de seguridad que extraen, o cómo los cambios de jurisdicción se reflejan, o no, en un incremento en la asunción de riesgo. En un trabajo anterior, Carbó, Kane, y Rodríguez (2008) habían estimado las diferencias en materia de beneficios netos de las redes de seguridad y la eficacia de la supervisión de los países de la UE-15, salvo Grecia (por limitaciones en los datos disponibles), en esta materia. Estas estimaciones utilizan la adaptación de un modelo simple de dos ecuaciones que aproxima los dos pilares de la red de seguridad: la disciplina de solvencia y el seguro de depósitos, siguiendo los modelos de Hovakimian y Kane (2000) y de Duan, Moreau y Sealey (1992).

III. DATOS Y METODOLOGÍA

Más allá de los beneficios de la red de seguridad mencionados, Carbó, Kane y Rodríguez (2009) analizan los determinantes de las fusiones transfronterizas en Europa, utilizando la base de datos *Thompson One-banker*. Esta fuente permite identificar las entida-

des-objetivo en la fusión y las instituciones adquirientes. Se exige además que las fusiones bancarias seleccionadas hayan sido registradas como tales procesos en el registro de fusiones del Banco Central Europeo. Los datos de balance y cuenta de resultados para las instituciones involucradas en la fusión provienen de la base de datos *Bankscope*.

En este apartado, se describen las variables que utilizamos para estimar el modo en que las entidades extraen beneficios de la red de seguridad. El modelo sigue la contribución de Merton (1977, 1978), que representa el acceso a la red de seguridad como una opción financiera análoga a las opciones en el mercado de derivados. Este modelo se reajusta, siguiendo la contribución de Ronn y Verma (1986), en la prima justa para la red de seguridad (IPP) que aproxime el porcentaje de depósitos cubierto por cada euro de éstos. La prima IPP se emplea como variable dependiente en una ecuación en la que ésta es explicada por el riesgo de los activos de un banco (σ_V) y el apalancamiento del mismo. El apalancamiento se mide como el cociente entre el valor nominal de la deuda de la entidad (B) al valor de mercado estimado de sus activos (V) (2). Esta relación queda definida de forma genérica como:

$$IPP = f(\sigma_V, B/V) \quad [1]$$

Ésta es la forma reducida del modelo básico empleado.

IV. RESULTADOS

El estudio de Carbó, Kane y Rodríguez (2009) estima los beneficios de la red de seguridad empleando un modelo de máxima verosimilitud que permite corregir errores potenciales de estima-

ción del valor de los activos (Duan, 1994; Duan y Simonato, 2002) utilizando la base de datos de *Bankscope* para el periodo 1993-2004. Los resultados indican que, dentro de los países y entre ellos, existen diferencias significativas en la asunción de riesgo y en el acceso a los subsidios netos de las redes de seguridad al comparar las entidades que participan en fusiones transfronterizas (BFT) y el resto de instituciones bancarias. El método de máxima verosimilitud señala que los beneficios de la red de seguridad son algo más modestos, aunque hay diferencias similares entre las entidades de mayor dimensión en cada país (*country champions*) y el resto de la muestra. Asimismo, se considera un conjunto de entidades que podrían calificarse como «demasiado grandes para caer» (DGC), que son aquellas que compiten en los mercados internacionales y se encuentran interconectadas con otras entidades y sistemas financieros internacionales. Los resultados indican que tanto las entidades BFT como las DGC presentan mayor grado de apalancamiento (aproximado como el valor de los depósitos en relación con el valor de mercado de los activos) y obtienen mayores subsidios netos de la red de seguridad que el promedio de la Unión Europea.

Asimismo, Carbó, Kane y Rodríguez (2009) muestran que las entidades que realizan fusiones transfronterizas se benefician más de la red de seguridad de aquellos países que presentan las redes de seguridad menos exigentes según nuestro modelo, lo que puede, a su vez, dar pie a que operaciones fuera de balance escapen al control del regulador o puedan suponer un incremento del riesgo de la cartera de la entidad. Por otra parte, se estima que, en la fusión, el aprovechamiento de los beneficios de la red de se-

guridad resulta ser mayor para los compradores que para las instituciones-objetivo. Estos resultados son robustos a los problemas de selección anteriormente mencionados en otros estudios, ya que la introducción de un filtro de Heckman no altera las principales conclusiones.

La implicación práctica fundamental del mencionado estudio es que las fusiones transfronterizas y las resistencias a la entrada de entidades que imponen algunos países pueden contribuir a turbulencias financieras como la actual, al reducir la eficacia de los requisitos de capital y otros controles de supervisión sobre el riesgo asumido por grandes corporaciones bancarias de los países de la UE. Los contribuyentes de la Unión, los consumidores de servicios financieros, y los bancos y cajas de menor tamaño que compiten con las instituciones que realizan estas fusiones transfronterizas podrían tener que pagar, en última instancia, por este fallo de supervisión. Para proteger a la sociedad en el futuro, los responsables de estas políticas tienen la oportunidad de considerar y estudiar procedimientos para la detección de las consecuencias adversas que las fusiones y adquisiciones podrían imponer a cada país y a las redes de seguridad asociadas.

En cuanto a los determinantes de la efectividad de la red de seguridad y los efectos en ellos de las fusiones, el análisis se divide en dos grandes bloques. Por un lado, se analiza el nivel de apalancamiento financiero de las instituciones bancarias (B/V), la prima de la red de seguridad (IPP) y el riesgo de los activos financieros por países. Posteriormente, se analizan los mismos indicadores por tipo de entidades (bancos involucrados en fusiones transfronterizas, o BFT, y

bancos demasiado grandes para caer, o DGC.

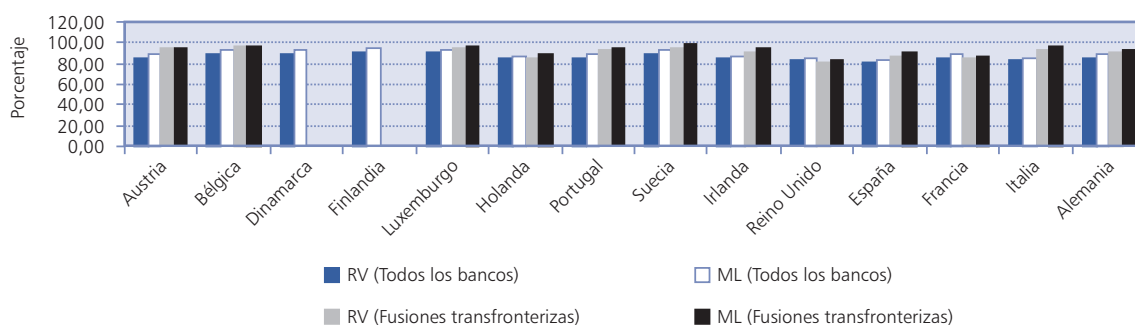
El gráfico 1 muestra los valores del apalancamiento financiero (B/V) de las instituciones bancarias europeas. En líneas generales, el valor del apalancamiento medio es superior cuando la muestra se restringe sólo a las instituciones que han llevado a cabo fusiones transfronterizas que cuando se considera el resto de la muestra, excluidos los

intermediarios que han llevado a cabo la fusión transfronteriza. El método de Ronn-Verma (RV) muestra valores estimados superiores al método de máxima verosimilitud (ML). El gráfico 1 muestra también que las entidades de depósito de Dinamarca y Finlandia, que no han experimentado fusiones transfronterizas, muestran un nivel de apalancamiento superior al resto de la muestra empleando ambas metodologías, mientras que España se

situaría en el nivel. Por otro lado, cuando se considera sólo el caso de las entidades que registraron fusiones transfronterizas, los mayores valores de apalancamiento medio se observaron en Bélgica, Austria y Luxemburgo.

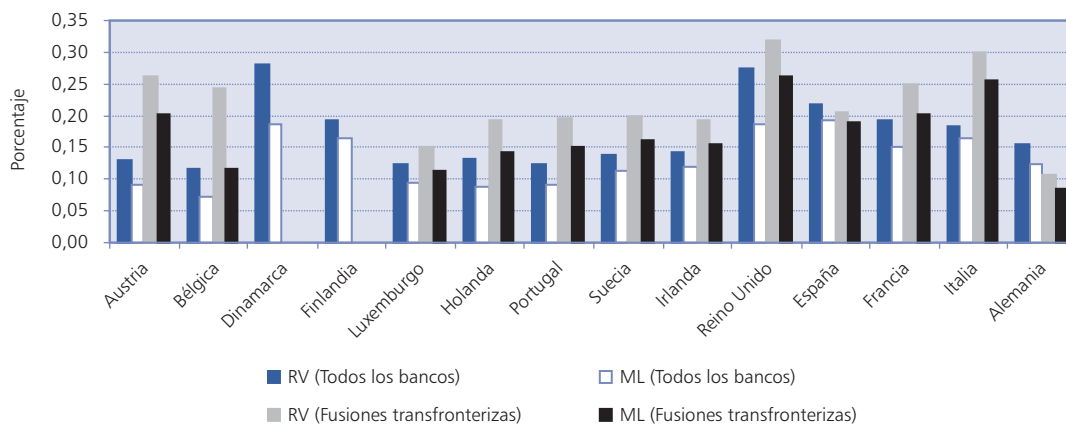
Los valores obtenidos para la prima justa de la red de seguridad bancaria (IPP), medida en porcentaje y también desglosada por países, se muestran en el gráfico 2.

GRÁFICO 1
APALANCAMIENTO BANCARIO (B/V) ESTIMADO EN LA UNIÓN EUROPEA



Nota: Valores estimados siguiendo el procedimiento de Ron y Verma (1986) —RV— y Máxima verosimilitud de Duan (1994) —ML—. Fuente: Carbó, Kane y Rodríguez (2009), y elaboración propia.

GRÁFICO 2
PRIMA JUSTA DEL SEGURO DE DEPÓSITOS POR UNIDAD MONETARIA (IPP) EN LA UNIÓN EUROPEA



Fuente: Carbó, Kane y Rodríguez (2009), y elaboración propia.

Nuevamente, los valores siguiendo la metodología RV son relativamente superiores a los valores estimados por la metodología ML para todos los países. El análisis sugiere que los valores de IPP son superiores en los países donde no se han llevado a cabo fusiones transfronterizas. Del mismo modo, también se observa que los resultados obtenidos para las entidades que han experimentado fusiones internacionales son superiores a la media de la muestra.

El gráfico 3 ofrece una estimación de la volatilidad de los activos bancarios, aproximada según la volatilidad de su rentabilidad sobre activos. Como en el caso de los indicadores anteriores, el mayor grado de riesgo se observa en Dinamarca y Finlandia, lo cual indica que las fusiones transfronterizas (que no han tenido lugar en esos países en el período considerado) hacen que el riesgo de la franquicia bancaria disminuya. Por otro lado, los países con menor volatilidad son Italia, Luxemburgo y Austria. Si se limita el análisis a las entidades fusionadas, se observa que los países con menor

volatilidad de sus instituciones involucradas en fusiones son Suecia, Austria y España.

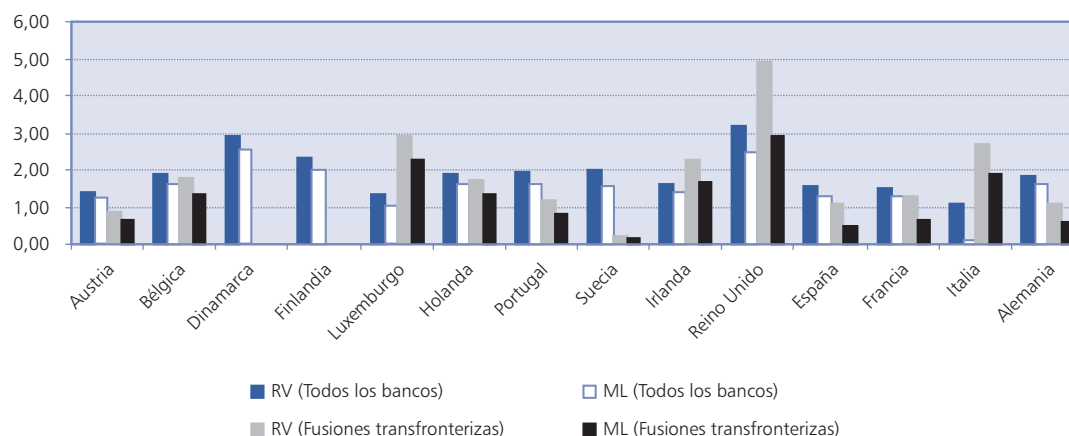
A excepción de España y Alemania, los bancos que participan en fusiones transfronterizas extraen mayores beneficios de las redes de seguridad de los países de la UE que los demás bancos. El apalancamiento financiero es mayor para las entidades que participan en fusiones en tres cuartas partes de los casos, mientras que los aumentos y disminuciones en la volatilidad de los activos se dividen casi por igual.

El gráfico 4 muestra el nivel de apalancamiento financiero para distintos tipos de entidades. El máximo nivel de apalancamiento absoluto se encuentra en las entidades fusionadas tras llevarse a cabo la fusión (92 por 100 para RV y 95,5 para ML). En segundo lugar se encuentran las entidades involucradas en fusiones, con independencia del momento (anterior o posterior) de la fusión (90 por 100 para RV y 93,1 por 100 para ML). Por otro lado, los bancos «demasiado grandes para caer» cuentan con un nivel medio

de apalancamiento del 89,3 por 100 para la metodología RV y 92,3 por 100 para ML, que, por lo tanto, no difiere demasiado de las categorías anteriormente comentadas. El nivel mínimo se encuentra en la muestra general, excluidas las instituciones fusionadas.

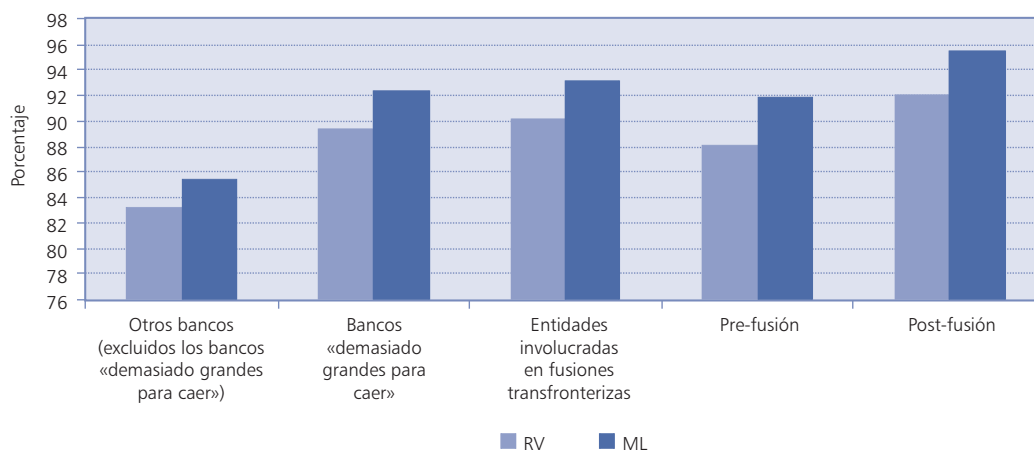
El gráfico 5 muestra la prima justa de la red de seguridad en las mismas categorías de entidades que el gráfico anterior. El máximo absoluto lo muestra la categoría de entidades fusionadas en el momento posterior a la fusión (0,24 por 100 para RV y 0,20 por 100 para ML), lo cual indica que después de la fusión transfronteriza las primas de la red de seguridad se incrementan considerablemente. En segundo lugar, se encuentran las «fusiones transfronterizas» (0,27 por 100 para RV y 0,19 por 100 para ML). Debe recalarse la diferencia existente entre el momento post-fusión y el momento pre-fusión, siendo éste último de 0,99 por 100 para RV y 0,16 por 100 para ML. Del mismo modo, los bancos DGC muestran valores relativamente bajos (0,19 por 100 para RV y 0,17 por 100 para ML). El valor

GRÁFICO 3
RIESGO DE LOS ACTIVOS BANCARIOS (VOLATILIDAD DE LA RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS) EN LA UNIÓN EUROPEA



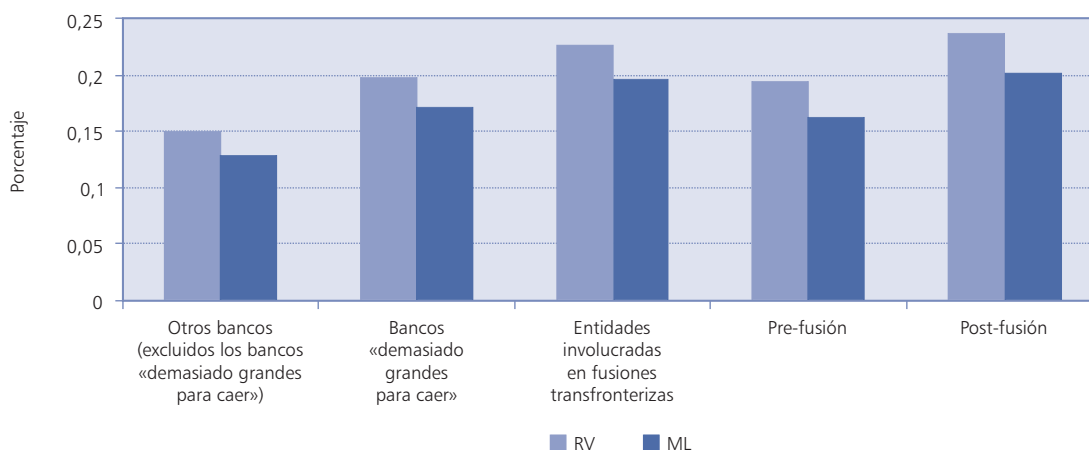
Fuente: Carbó, Kane y Rodríguez (2009), y elaboración propia.

GRÁFICO 4
RATIO DE APALANCAMIENTO MEDIO POR TIPO DE BANCO Y DE FUSIÓN



Fuente: Carbó, Kane y Rodríguez (2009), y elaboración propia.

GRÁFICO 5
PRIMA JUSTA DEL SEGURO DE DEPÓSITOS POR UNIDAD MONETARIA (IPP) POR TIPO DE ENTIDAD Y FUSIÓN



Fuente: Carbó, Kane y Rodríguez (2009), y elaboración propia.

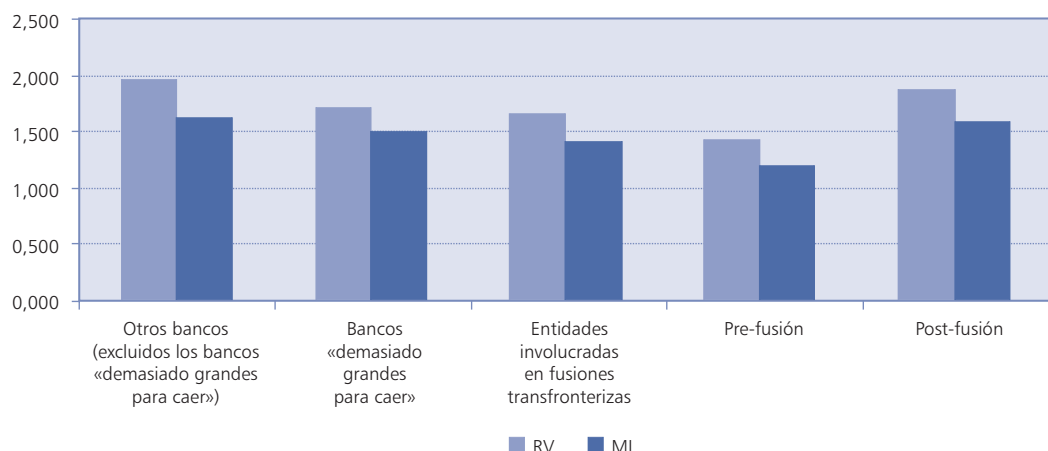
mínimo se encuentra en la muestra general, tras excluir las entidades fusionadas (0,15 por 100 para RV y 0,13 por 100 para ML).

La volatilidad de los activos financieros por fusión y tipo de banco viene recogida en el gráfico 6. En este caso, el patrón de

comportamiento difiere del mostrado para las variables B/V e IPP. Los mayores valores de inestabilidad se recogen en la muestra general, excluidas las instituciones fusionadas (1,19 por 100 para RV y 1,63 por 100 para ML). Los bancos «demasiado grandes para caer» muestran valores de inesta-

bilidad de los activos superiores que los bancos que han experimentado fusiones transfronterizas. Finalmente, cabe recoger en el análisis que el menor valor de inestabilidad se observa en la categoría «pre-fusión» (1,43 por 100 para RV y 1,21 por 100 para ML), pues, algo inferior a los va-

GRÁFICO 6
VOLATILIDAD DE LOS ACTIVOS BANCARIOS POR TIPO DE BANCO Y FUSIÓN



Fuente: Carbó, Kane y Rodríguez (2009), y elaboración propia.

lores mostrados tras la fusión (1,88 por 100 para RV y 1,58 por 100 para ML).

En definitiva, los resultados sugieren que las instituciones financieras que participan en fusiones transfronterizas presentan un grado de apalancamiento financiero y beneficios netos de la red de seguridad mayores que las entidades consideradas como «demasiado grandes para caer». Se muestra también que tras los procesos de fusión transfronterizas el apalancamiento y los beneficios extraídos de la red de seguridad se incrementan sustancialmente.

V. CONCLUSIONES

El análisis empírico ofrecido en este trabajo sugiere que algunas entidades financieras involucradas en fusiones transfronterizas pudieron aparentemente, con estas fusiones, cambiar sus posiciones de riesgo en las redes de seguridad de la UE. Con el tiempo, las variaciones en los beneficios netos ex-

traídos de la red de seguridad terminan subsidiando la asunción de riesgos de grandes corporaciones financieras e incrementando la fragilidad del sistema bancario de su país, haciéndolo más vulnerable a los movimientos perturbadores de los precios de los activos importantes del banco. Estos resultados parecen apuntar que es conveniente revisar el marco existente para la supervisión de fusiones y adquisiciones transfronterizas bancarias en la UE y controlar la forma en que las fusiones transfronterizas puedan suponer prácticas de arbitraje regulatorio. Esto es importante en el actual contexto de la crisis financiera no sólo en la UE, sino en toda la economía globalizada, en un momento en que los esfuerzos para lograr acuerdos internacionales en materia de supervisión son una prioridad.

NOTAS

(1) En AMIHUD, DELONG y SAUNDERS (2002), a partir de una muestra de 214 fusiones para el período 1985-1998, se concluye que los bancos fusionados de la UE no han cambiado sus exposiciones al riesgo «de manera significativa». BUCH y DELONG (2008) por su par-

te, analizan 81 fusiones transfronterizas en la UE entre 1998 y 2002, y concluyen que las estructuras de supervisión de los países afectados por las fusiones influyen en el riesgo total de la institución, pero no influyen de forma significativa en riesgo sistémico de esos países. Asimismo, estiman que el motivo de las fusiones analizadas no era escapar de la disciplina regulatoria de los países de origen para obtener beneficios netos de la red de seguridad de los de destino.

(2) CARBÓ, KANE y RODRÍGUEZ (2008) desarrollan el modelo econométrico que relaciona los beneficios de red de seguridad como una función de volatilidad de activos y control de capital.

BIBLIOGRAFÍA

- AHIMUD, Y.; DELONG, G., y ANTHONY SAUNDERS (2002), «The effects of cross-border bank mergers on bank risk and value,» *Journal of International Money and Finance*, 21: 857-877.
- BUCH, C. M., y G. DELONG (2008), «Do weak supervisory systems encourage bank risk-taking?,» *Journal of Financial Stability*, 4 (abril): 23-39.
- CAMPA, J. M., e I. HERNANDO (2008), «The reaction of industry insiders to M&As in the European financial industry,» *Journal of Financial Services Research*, 33 (abril): 127-146.
- CARBÓ, S.; KANE, E., y F. RODRÍGUEZ. (2008), «Evidence of differences in the effectiveness of safety-net management in European Union countries,» *Journal of Financial Services Research*, 34: 151-176.

<p>— (2009), «Evidence of regulatory arbitrage in cross-border mergers of banks in Europe». <i>Working Paper</i>, National Bureau of Economic Research.</p> <p>DUAN, J.-C. (1994), «Maximum likelihood estimation using price data of the derivative contract,» <i>Mathematical Finance</i>, 4: 155-167.</p> <p>DUAN, J.-C.; MOREAU, A.F, y C. W. SEALEY (1992), «Fixed-rate deposit insurance and risk-shifting behavior at commercial banks,» <i>Journal of Banking and Finance</i>, 16: 715-742.</p> <p>DUAN, J.-C., y J.-G. SIMONATO (2002), «Maximum likelihood estimation of deposit in-</p>	<p>surance value with interest-rate risk,» <i>Journal of Empirical Finance</i>, 9: 109-132.</p> <p>HOVAKIMIAN, A., y E. J. KANE (2000), «Effectiveness of capital regulation at U.S. commercial banks, 1985-1994,» <i>Journal of Finance</i>, 55 (marzo): 451-469.</p> <p>KANE, E. J. (2000), «Incentives for banking megamergers: What motives might regulators infer from event-study evidence?,» <i>Journal of Money, Credit and Banking</i>, 32 (agosto): 671-705.</p> <p>LANNOO, K. (2009), «The road ahead after De Larosière,» Bruselas: Center for Economic</p>	<p>Policy Studies, <i>Policy Brief n.º 195</i>, 7 de agosto.</p> <p>MERTON, R. C. (1977), «An analytic derivation of the cost of deposit insurance and loan guarantees,» <i>Journal of Banking and Finance</i>, 1: 3-11.</p> <p>— (1978), «On the cost of deposit insurance when there are surveillance costs,» <i>Journal of Business</i>, 51: 439-452.</p> <p>RONN, E., y A.R. VERMA (1986), «Pricing risk-adjusted deposit insurance: An option-based model,» <i>Journal of Finance</i>, 41: 871-895.</p>
--	---	--

COLABORACIONES

IV.
**ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS
DE LA CRISIS FINANCIERA**

Resumen

El mercado de vivienda experimentó en España, junto a otros países desarrollados, un fuerte periodo de expansión entre 1997 y 2007. Dicha situación ha sido generada tanto por la pasividad de la política monetaria como por la introducción del euro. Sin embargo, la crisis del sistema financiero en 2007 supuso problemas de liquidez y de solvencia bancarios que provocaron un fuerte racionamiento del crédito bancario a la vivienda entre 2007 y los primeros meses de 2009. Los menores tipos de interés y el moderado descenso de los precios de la vivienda han contribuido a mejorar las condiciones de accesibilidad al mercado de la vivienda en España en 2009, aunque la economía todavía está lejos de desenvolverse en un marco fluido de financiación crediticia.

Palabras clave: mercado de vivienda, crisis del sistema financiero, política monetaria.

Abstract

The real estate market in Spain experienced, together with other developed countries, a noticeable expansion period between 1997 and 2007. This situation has been generated by the passiveness of the monetary policy as well as the euro currency introduction. However, the financial system crisis in 2007 implied liquidity and solvency banking problems that led to a high rationing within the real estate lending between 2007 and 2009. Lower interest rates and moderate decrease in real estate prices have contributed to improve the accessibility of the Spanish real estate market in 2009, although the economy is still far from developing a fluid financial lending network.

Key words: real state market, financial system crisis, monetary policy.

JEL classification: E50, G01, G21.

LA CRISIS DE LOS MERCADOS INMOBILIARIO E HIPOTECARIO. FACTORES EXPLICATIVOS

Julio RODRÍGUEZ LÓPEZ

Banco de España

No cabe duda de que los bancos tienen las llaves del mercado inmobiliario, literal y metafóricamente.

Daniel Thomas, «We can work it out», *Financial Times*, «Property», (5 de octubre de 2009).

No cabe duda de que la expansión de la deuda privada, como en una tragedia griega, condenaba a los gobiernos a aumentar masivamente su propia deuda.

Paul de Grauwe, «Dette: L'explosion est-elle gérable?», www.telos-eu.com, (7 de octubre de 2009).

I. INTRODUCCIÓN

EL análisis del mercado de vivienda obliga a seguir la pista a las raíces del comportamiento de la demanda y de la oferta de dicho activo. La demanda de vivienda, procedente de hogares y de inversores, depende sobre todo del contexto macroeconómico general, del ritmo de creación de hogares, de las expectativas de precios, de los tipos de interés y de la disponibilidad de financiación crediticia.

La oferta de vivienda está integrada por el *stock* de vivienda existente y por las adiciones al mismo procedentes de las viviendas iniciadas casi dos años antes. Las expectativas de precios, la disponibilidad y coste del suelo, junto al *stock* de viviendas terminadas y no vendidas, son las variables determinantes de la nueva oferta. Los precios de la vivienda resultan de la intersección demanda-oferta, donde la demanda fluctúa con más inestabilidad que la oferta.

El mercado de vivienda experimentó en España, así como en un amplio número de países desarro-

llados, una fase de intensa expansión entre 1997 y 2007, aproximadamente. Aunque dicha circunstancia no es infrecuente en España, en este caso ha sido más prolongada e intensa que las precedentes, y ello tanto por el carácter permisivo de la política monetaria como por la introducción del euro como divisa.

La acomodaticia política monetaria desarrollada en la fase expansiva citada, junto al intenso ritmo de creación de nuevos hogares, fueron las principales variables explicativas de las elevadas compras de vivienda. No sólo los tipos de interés bajaron con intensidad desde 1990 hasta 2005, sino que mejoraron de forma sustancial las restantes condiciones de financiación crediticia.

Para financiar dicha expansión del crédito, las entidades financieras apelaron significativamente, junto a los depósitos bancarios, a la financiación «de mercado», correspondiente a las emisiones de títulos de renta fija y a la titulización. En los dos casos, dicha apelación al mercado supuso captar recursos empleando como respaldo créditos hipotecarios existentes en el activo

de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito.

La reacción de la nueva oferta a los precios crecientes de la vivienda y a las mayores ventas resultó espectacular. El *stock* de viviendas aumentó a un ritmo medio anual del 2,6 por 100 entre 2001 y 2008, superándose los 25 millones de viviendas al final de 2008. Los precios crecieron a un ritmo casi seis veces superior al de los precios de consumo y los salarios. La intensa inflación de los precios aumentó la intensidad del esfuerzo preciso para acceder a la vivienda en propiedad en España al final de la etapa de expansión.

La crisis financiera iniciada en Estados Unidos en 2007 se extendió al resto del mundo a través del sistema financiero. Los problemas de liquidez y de solvencia bancarios provocaron un fuerte racionamiento del crédito bancario a la vivienda entre 2007 y los primeros meses de 2009. El mayor coste de capital y el aumento del parque de viviendas habían desacelerado el aumento de precios entre 2005 y 2007, pero esta evolución resultó superada a la baja por la restricción crediticia citada.

Las entidades de crédito retornaron a los depósitos como fuente básica de financiación. Los menores tipos de interés y el moderado descenso de los precios de la vivienda han contribuido a mejorar las condiciones de accesibilidad a este mercado en España en 2009, aunque la economía todavía está lejos de desenvolverse en un marco fluido de financiación crediticia.

II. MERCADO DE VIVIENDA. DEMANDA Y OFERTA DE VIVIENDA

La demanda de vivienda para uso procede de los hogares, cuyo

total supone una cifra elevada (en España había 14,2 millones en 2001, según el *Censo de vivienda* de dicho año, y 17,1 millones en el 2º trimestre de 2009, según la *Encuesta de población activa* del INE). El conjunto de los hogares experimenta adiciones procedentes de los nuevos hogares creados y reducciones derivadas de los desaparecidos, básicamente como consecuencia de factores demográficos.

Las variables que más influyen sobre la demanda de vivienda son las correspondientes a la intensidad del proceso de creación de nuevos hogares, al entorno macroeconómico, al nivel de precios reales de la vivienda, a los tipos de interés y a las expectativas de revalorización. Los niveles de precios y los tipos de interés actúan con signo negativo, mientras que la creación de hogares y las expectativas de revalorización actúan con signo positivo. La dependencia del acceso a la vivienda en propiedad respecto de la disponibilidad de financiación implica que la demanda de vivienda depende directamente del ritmo de concesión de nuevos créditos a los compradores.

Junto a la demanda de vivienda para uso, importa la demanda de la vivienda-activo, ligada a las expectativas de rentabilidad derivadas del alquiler y de las variaciones de su precio. La rentabilidad está asociada con las expectativas de revalorización de la vivienda derivadas de los cambios en los precios de venta de la misma. Se considera que en los últimos años ha existido un exceso de confianza en la vivienda como inversión. Su atractivo descansa en su fácil comprensión, pues la casa adquirida se puede ver todos los días (Shiller, 2009).

Las variables explicativas de la demanda de vivienda se pueden

clasificar en reales y financieras (Banco Central Europeo, 2006). Las variables reales más relevantes son los precios de venta de las viviendas, la creación de nuevos hogares y la renta disponible real de las familias. Las variables financieras se refieren a las condiciones de financiación (tipos de interés, plazo, relación préstamo/valor y disponibilidad de financiación), que afectan a las posibilidades de acceso a la vivienda, sobre todo en los países en los que predomina la vivienda en propiedad.

En cuanto a la oferta de viviendas, dicha magnitud se obtiene agregando al *stock* de viviendas existente la oferta de nuevas viviendas. En cada periodo de tiempo el parque de viviendas sufre una depreciación, manifestada en el envejecimiento y en la desaparición de numerosas viviendas. La nueva oferta de viviendas corresponde a las viviendas terminadas y puestas en el mercado en un periodo de tiempo determinado. Las viviendas terminadas dependen de las viviendas iniciadas unos dos años antes (periodo medio de construcción). Las iniciadas dependen, a su vez, de las expectativas de beneficios de los promotores, asociadas con los precios esperados, junto al precio y disponibilidad del suelo y el nivel del *stock* de viviendas terminadas y no vendidas.

El ritmo de construcción de nuevas viviendas tiene una dependencia acentuada respecto de los procesos políticos y administrativos de tramitación. El precio del suelo no es una variable exógena, y se basa en la demanda de vivienda. Los restantes costes de construcción de la vivienda (salarios, materiales) responden a condicionantes externos. La elasticidad de la oferta de nuevas viviendas suele ser reducida, y el poder explicativo de las variables determinantes resulta in-

ferior al de las funciones de demanda de vivienda. La oferta de vivienda es rígida a corto plazo y flexible a medio y largo plazo.

La demanda de vivienda, por el contrario, sufre cambios significativos en un espacio de tiempo reducido. La rigidez de la oferta de vivienda a corto plazo explica el papel destacado de los factores de demanda en la evolución de los precios de la vivienda.

Los precios de mercado de la vivienda resultan de la tensión oferta-demanda de ésta, y están conectados con las condiciones de los mercados de capitales, en especial con los tipos de interés.

III. EL MERCADO DE VIVIENDA EN ESPAÑA. DIEZ AÑOS DE EXPANSIÓN (1997-2007)

La economía española ha registrado desde los años cincuenta del siglo pasado numerosos episodios de auge de los mercados de vivienda (años sesenta, 1971-73, 1985-90), seguidos de ajustes sustanciales a la baja de dichos mercados. Las limitaciones de la base productiva han provocado elevados déficits externos en las etapas de auge de la demanda interna producidos por los impulsos procedentes de la construcción residencial. El intenso déficit exterior alcanzado en tales auges ha actuado como factor desencadenante del ajuste. Este último descansó en el pasado en políticas estabilizadoras de la demanda, que desviaban ésta hacia el resto del mundo.

La última burbuja inmobiliaria de la economía española tuvo lugar entre 1997 y 2007 (Rodríguez López, 2009). En 2005 se alcanzó el máximo nivel de ventas de

viviendas (987.500). En 2006 se registró el nivel más elevado de viviendas iniciadas (865.600), y en el primer semestre de de 2007 se logró el más alto nivel de construcción residencial, el 9,3 por 100 del PIB. Los precios de las viviendas crecieron en dicha década algo más del 195 por 100, esto es, un aumento medio anual nominal del 11,4 por 100. En 1997 eran precisos 4,5 salarios anuales para comprar una vivienda de 90 metros cuadrados construidos, mientras que en 2007 dicho valor equivalía a 9,2 salarios anuales.

El contexto social de la etapa 1997-2007 fue de amplia complicidad social en los excesos entonces producidos en la construcción de nuevas viviendas. Aparentemente, todos los agentes sociales ganaban con el continuo subir de los precios de las viviendas y del suelo, sobre todo las administraciones públicas más favorecidas por el proceso. En el periodo citado se duplicó el PIB por habitante de España y se registraron importantes niveles de inmigración. Tales flujos migratorios fueron primero consecuencia y después causa de más construcción residencial. El «círculo virtuoso» descrito parecía que iba a durar para siempre.

La burbuja inmobiliaria registrada en la primera década del siglo XXI en un amplio número de países desarrollados es uno de los ejemplos históricos más destacados entre las burbujas especulativas sufridas por la humanidad. Los tulipanes holandeses del siglo XVII y las acciones de la Compañía de los Mares del Sur en el Reino Unido en el siglo XVIII son algunos de los fenómenos especulativos desarrollados hace más tiempo. La pasada «manía de las hipotecas» tiene mucho en común con la «manía de los tulipanes» (García Montalvo, 2008).

En numerosos trabajos de investigación se advirtió que el proceso de aumento continuado de los precios de las viviendas podría terminar en una burbuja, con unas consecuencias poco agradables. El Fondo Monetario Internacional anticipó en 2003 que las burbujas inmobiliarias tienen un impacto más negativo sobre la actividad y el empleo que las producidas en el mercado de acciones (FMI, 2003).

En España, desde 2002 (Balmaseda, San Martín y Sebastián, 2002) se estimó que la sobrevaloración del precio de la vivienda ascendía a un 28 por 100, cuando todavía quedaban casi cinco años más de expansión del mercado de vivienda. A partir de 2003 las opiniones sobre la situación del mercado de vivienda se dividieron entre los que defendían la existencia de la burbuja y los que negaban su existencia. Estos últimos justificaban los aumentos continuados de los precios de la vivienda por el funcionamiento de las variables básicas.

Se citaba con frecuencia en España a la reducción del tamaño de los hogares como variable decisiva de la mayor demanda. Se trataba de sustentar en algunos mitos populares la justificación del aumento permanente de los precios de las viviendas, como los de que «el precio de la vivienda no puede bajar», y el que popularizó un anuncio de radio, «no tire el dinero, compre».

Una encuesta realizada en Estados Unidos en el mismo año (Case y Schiller, 2004) reveló que una alta proporción (50 por 100) de las compras de vivienda se estaban haciendo con fines de inversión, estimulados por los altos y continuados aumentos de los precios de las viviendas. Resulta evidente la presencia de inverso-

res entre los compradores de viviendas en España, en especial entre los adquirentes extranjeros, a los que se les ha presentado con frecuencia como futuros habitantes permanentes de España.

Entre 1997 y 2007 se produjo en España, en fin, una fuerte canalización de recursos hacia el mercado inmobiliario, en especial en materia de suelo y de crédito, lo que iba a ocasionar, con alta probabilidad, abundantes desequilibrios, y también iba a afectar de forma negativa a la capacidad de competir de la economía española. Se comentan a continuación los aspectos relativos a la demanda y a la oferta de vivienda, así como a la evolución de los precios en el periodo 1997-2007.

1. La demanda de vivienda

Existe un acuerdo generalizado en considerar a la acomodaticia política monetaria desarrollada en la

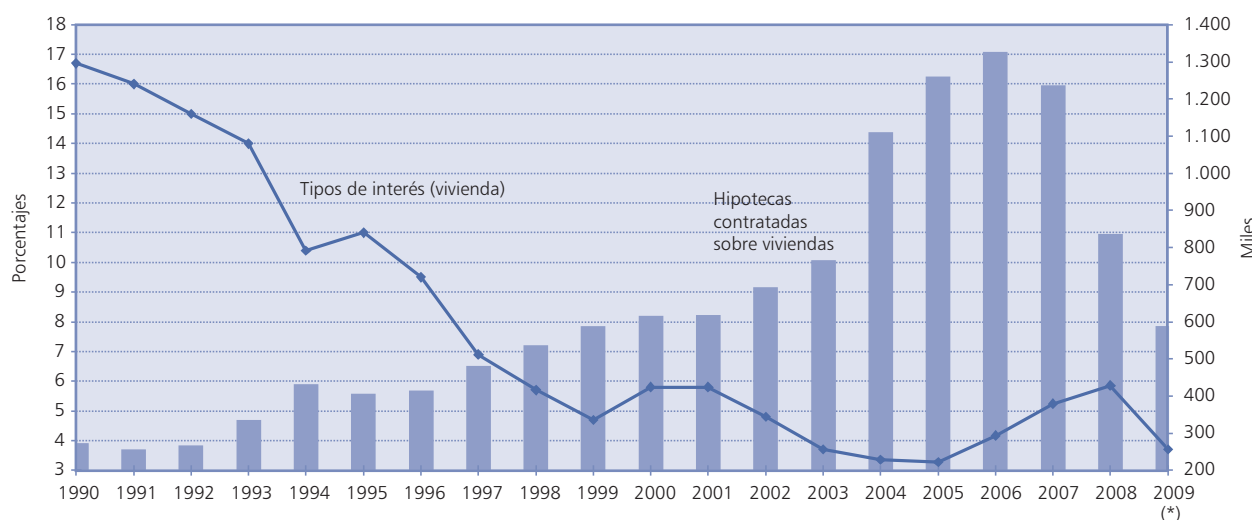
etapa de auge citada como un factor decisivo en el desarrollo de una expansión tan intensa de la demanda de vivienda. Dicha política se manifestó en los bajos tipos de interés de intervención de los bancos centrales. Los menores tipos de interés se trasladaron a los mercados mayoristas de dinero y a los créditos a comprador de vivienda, a la vez que se dispuso de liquidez suficiente para impulsar de forma acusada el crecimiento de dichos créditos. La intensa competencia entre las entidades de crédito dio lugar a una mejora general en las condiciones de financiación diferentes al tipo de interés (aumento del plazo, elevación sustancial de la relación préstamo/valor).

En el caso de España, los indicadores disponibles relativos a las magnitudes monetarias reflejan en su evolución el comportamiento expansivo del mercado de vivienda. Así, los tipos de interés a comprador de vivienda, que siguen con ligero retraso la evolu-

ción del euribor a doce meses, retrocedieron con fuerza entre 1990 (el tipo medio en este año fue el 16,7 por 100) y 1999 (4,70 por 100). Tras un breve repunte alcista en 2000, los tipos volvieron de nuevo a descender hasta el verano de 2005. En este último ejercicio se registró el menor nivel medio anual de dichos tipos (3,28 por 100) desde 1990 (gráfico 1).

El número total de hipotecas registradas con garantía de viviendas pasó desde 479.300 en 1997 hasta un máximo de 1.324.500 en 2006. En torno al 80 por 100 de dichos préstamos hipotecarios se destina a la compra de vivienda. Junto al aumento de los préstamos hipotecarios, destacó el fuerte empuje del crédito inmobiliario, destinado al mercado de vivienda. Dicho crédito incluye los componentes relativos a promotor, constructor y comprador de vivienda. El total citado aumentó entre 1997 y 2007 a un ritmo del 22,5 por 100, por encima del

GRÁFICO 1
TIPOS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS A COMPRADOR DE VIVIENDA (MEDIAS ANUALES)
Y NÚMERO DE HIPOTECAS CONTRATADAS SOBRE VIVIENDAS (TOTALES ANUALES) 1990-2009



(*) Previsión con datos correspondientes a la media enero-julio para el número de hipotecas sobre viviendas, y media enero-agosto para los tipos de interés.
Fuentes: Banco de España e INE.

18 por 100 correspondiente al crédito al sector privado de la economía en el mismo periodo.

El conjunto del crédito inmobiliario vio ascender su participación en la cartera de créditos al sector privado desde el 39,9 por 100 hasta el 60,1 por 100 en 2007. El componente correspondiente al crédito a promotor creció por encima del resto, concretamente a un ritmo medio anual del 33 por 100 entre diciembre de 1997 y el mismo periodo de 2007. El ritmo medio correspondiente a comprador de vivienda fue del 20 por 100 (gráfico 2).

El saldo de los créditos a promotor suponía, a 31 de diciembre de 1997, el 3,7 por 100 del PIB de España, mientras que en la misma fecha de 2007 dicho saldo equivalía al 28,9 por 100. El

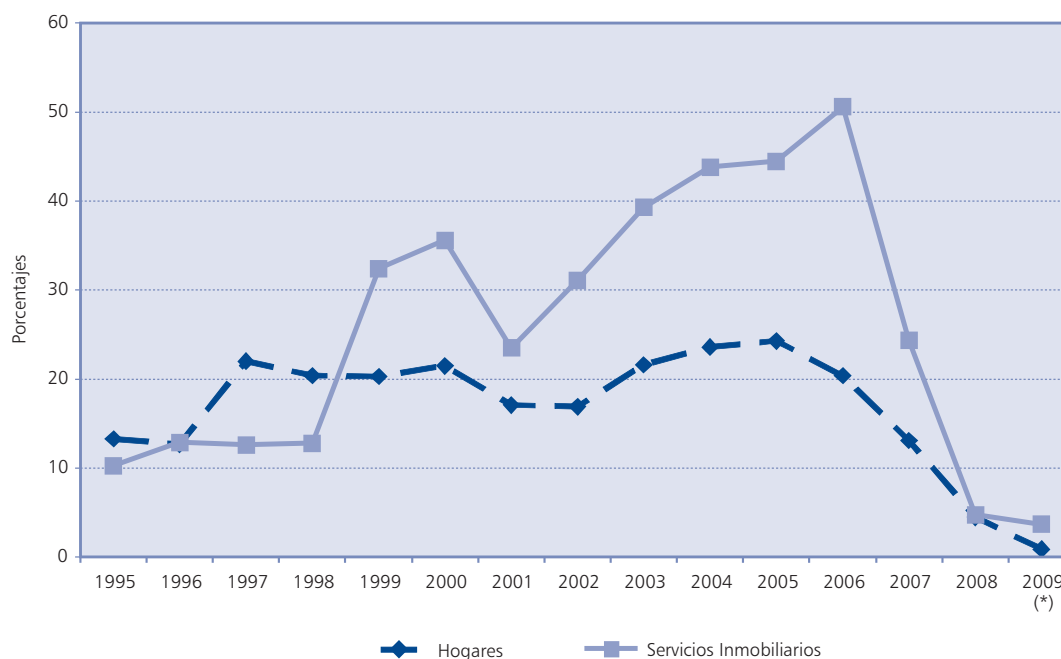
crecimiento del crédito a comprador de vivienda superó en España al correspondiente al conjunto de la Eurozona. Según el Banco Central Europeo (BCE, 2009), entre 1999 y 2007 el crédito a comprador de vivienda aumentó a un ritmo medio del 11,5 por 100 entre 1999 y 2007 en la Eurozona, mientras que en España dicho aumento se aproximó al 20 por 100 en el mismo periodo de tiempo.

La tendencia alcista de los créditos a la vivienda entre 1999 y 2007 estuvo impulsada, según el BCE (2009), por el continuo y prolongado aumento de los precios de la vivienda, y también por la favorable situación macroeconómica de la Eurozona, puesta de manifiesto en los importantes aumentos del PIB y de la renta real disponible de los hogares en dicho periodo.

Entre 1997 y 2007 resultó así posible financiar un crecimiento muy rápido y prolongado del crédito a la vivienda mediante el recurso de las entidades de crédito a la financiación de mercado. Dicha financiación supuso una alternativa al sistema tradicional, apoyado en los depósitos al por menor. Estos últimos han sido la fuente básica y tradicional de financiación de tales préstamos. En la Eurozona, donde los créditos hipotecarios y a la vivienda se ocasionan en su mayor parte en las entidades de crédito, la proporción de los préstamos bancarios financiados mediante depósitos descendió desde el 63 por 100 en 1999 hasta el 55 por 100 en 2007.

En el periodo de expansión citado, dentro de la importante apelación al mercado, destacaron los componentes relativos a las

GRÁFICO 2
CRÉDITO INMOBILIARIO, A PROMOTOR (SERVICIOS INMOBILIARIOS) Y A COMPRADOR DE VIVIENDA, 1995-2009. VARIACIONES INTERANUALES, A 31 DE DICIEMBRE



(*) Junio de 2009 sobre el mismo mes del año anterior. Banco de España

emisiones de valores distintos a las acciones (cédulas hipotecarias en el caso de España) y a la titulación (los créditos se venden a un emisor de bonos de titulación hipotecaria para vivienda, pudiendo darse o no de baja en el activo de la entidad prestamista).

Mientras que en la Eurozona la cuota de la financiación de mercado sobre los créditos-vivienda creció en once puntos porcentuales entre 1999 y 2007, en el caso de España la cuota en cuestión llegó a ascender al 35 por 100 en dicho periodo, destacando en particular el auge de la titulación. La apelación a los mercados exteriores por medio de emisiones de títulos de renta fija —básicamente cédulas hipotecarias, respaldadas por amplias carteras de créditos hipotecarios— y de bonos de titulación, correspondientes a créditos a comprador de vivienda, fue la vía general de actuación de las entidades de crédito en España.

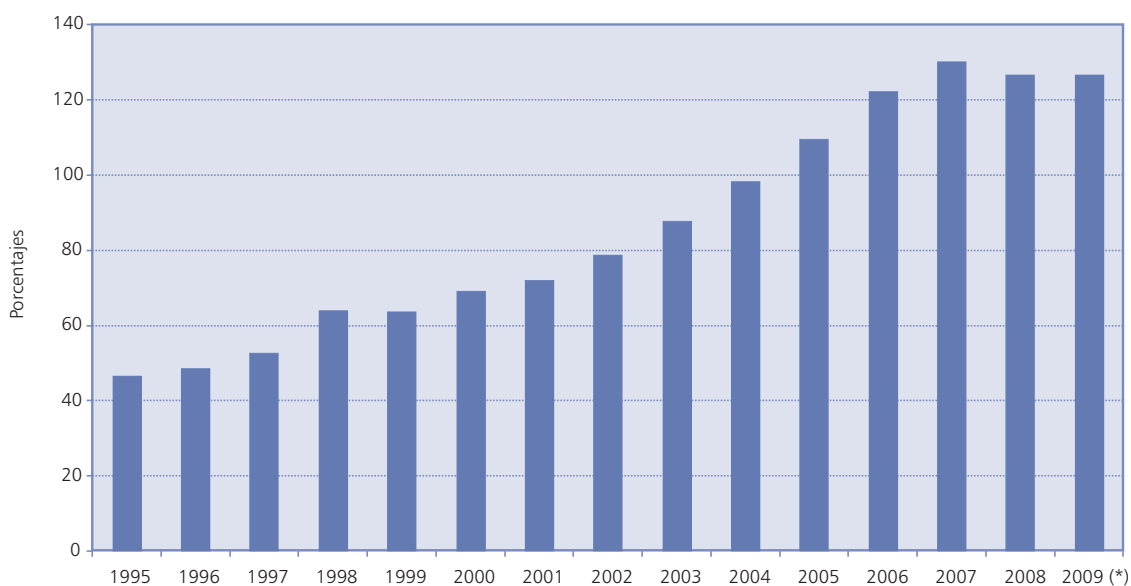
La actuación citada resultó decisiva para cubrir la «brecha» producida entre créditos y depósitos. El saldo del crédito de las entidades financieras llegó a situarse en España en 2007 por encima del correspondiente a los depósitos. Según el BCE (2009), el auge de la titulación durante la década que terminó en 2007 relajó los criterios de aprobación de nuevos créditos y permitió intensos aumentos del crédito a la vivienda.

El endeudamiento familiar ascendió en España desde el 52,7 por 100 de la renta disponible de las familias en 1997 hasta el 130,1 por 100 en 2007 (gráfico 3). La relación con el PIB de los préstamos familiares pasó desde el 35,4 por 100 de 1997 hasta el 83,6 por 100 en 2007. Esta elevación resultó ampliamente superior a la de la media de la Eurozona en el mismo periodo de tiempo, donde ascendió al 40 por 100 en 2007. Alrededor del 90 por 100

de los nuevos créditos formalizados a comprador de vivienda lo fueron a interés variable con actualización anual, por encima del 60,5 por 100 alcanzado por dichos créditos en la Eurozona en 2004 (BCE, 2009). En la mayor parte de los casos, la indexación se efectuó en España empleando al euríbor a doce meses como indicador de referencia. En los créditos a interés variable, el riesgo de crédito se traslada al prestatario, por lo que la situación de este último resulta muy dependiente de las condiciones del mercado de capitales.

Junto a las favorables condiciones crediticias, el fuerte aumento de la población impulsó asimismo la demanda de vivienda a través de la creación de nuevos hogares. Mientras que en la Eurozona el aumento medio de la población fue del 0,4 por 100 entre 1999 y 2008, en España dicho aumento ascendió al 1 por 100.

GRÁFICO 3
PROPORCIÓN PRÉSTAMOS A HOGARES/RENTA DISPONIBLE DE LAS FAMILIAS. SERIE 1995-2008 (PORCENTAJE)



(*) Previsión.

Fuente: Banco de España

El crecimiento poblacional resultó impulsado por la intensa inmigración, con lo que la población extranjera residente pasó desde 637.000 en 2008 hasta 4,5 millones en 2007 (gráfico 4). La proporción de inmigrantes sobre la población total de España creció desde el 1,6 por 100 de la población de 1998 hasta casi el 10 por 100 en 2007.

Según la *Encuesta de población activa* (EPA) del INE, el número de hogares aumentó en España entre 1997 y 2007 (cuarto trimestre) a un ritmo medio anual del 2,73 por 100, equivalente a un aumento anual de dicha variable de casi 389.000 nuevos hogares. El perfil de la evolución de la serie de hogares plantea dudas respecto de la calidad de dicha información, a la vista de la persistencia de un ritmo elevado de creación de hogares en el bienio 2008-2009 (gráfico 5).

La evolución del empleo resulta más coherente en su evolución con la demanda de vivienda, aunque la cifra absoluta de hogares creados en el periodo citado, según la EPA, se aproxima más a las previsiones del número de hogares efectuadas a partir de los datos demográficos (Rodríguez López y Fellinger, 2008). El empleo aumentó a un ritmo medio del 3,4 por 100 entre 1997 y 2007, correspondiente a una variación media anual de 542.100 puestos de trabajo, según la Contabilidad Nacional Trimestral.

El intenso ritmo de creación de nuevos hogares, las positivas condiciones macroeconómicas generales y, sobre todo, la presencia de una financiación crediticia abundante y barata, alimentada en gran parte a través de las apelaciones a los mercados exteriores, fueron los factores básicos que impulsaron el «tirón» de la demanda de vivienda entre 1997 y 2007.

2. La oferta de vivienda

Por el lado de la oferta, destacó la política favorable a la oferta de nuevas viviendas, por parte de ayuntamientos y comunidades autónomas, mediante la importante calificación de suelo como urbanizable residencial. La normativa estatal de suelo de los gobiernos de España anteriores a 2004 había fomentado las expectativas de crecimientos permanentes del precio de la vivienda. Así, en el preámbulo del principal texto normativo sobre suelo anterior a 2004 (Ley 6/1998, de 13 de abril, sobre Régimen del Suelo y Valoraciones, *BOE* de 14 de marzo de 1998) se señalaba que resultaba necesario aumentar de forma sustancial el suelo urbanizable, para así disminuir los precios del suelo y de la vivienda.

En los diez años comprendidos entre 1998 y 2007 la super-

GRÁFICO 4
POBLACIÓN EXTRANJERA RESIDENTE EN ESPAÑA, 1998-2009, A 1º DE ENERO. MILES DE PERSONAS

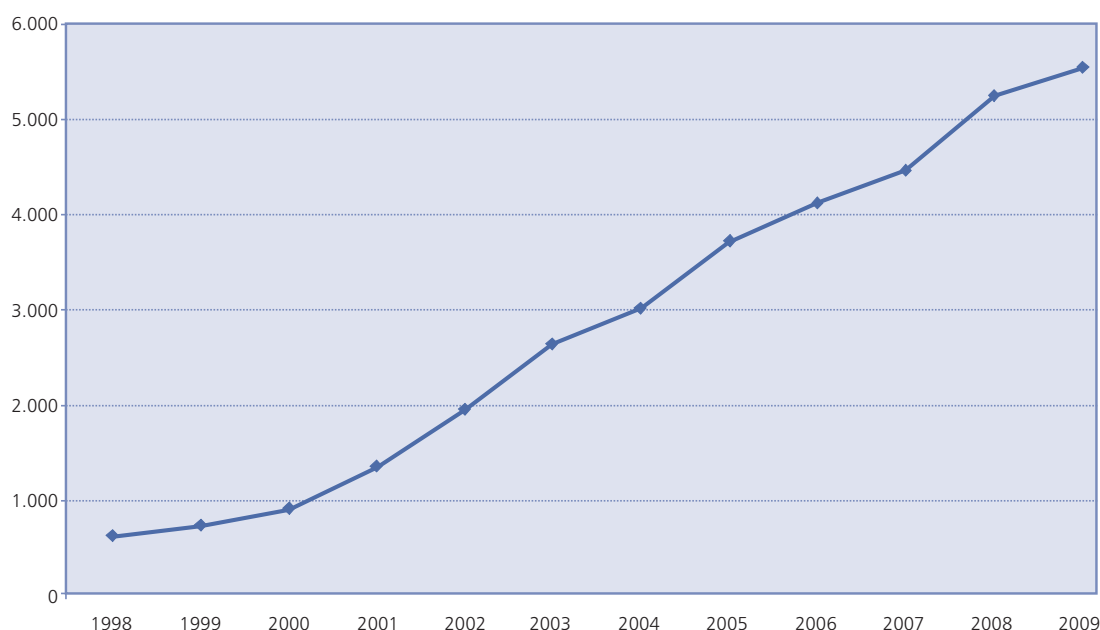
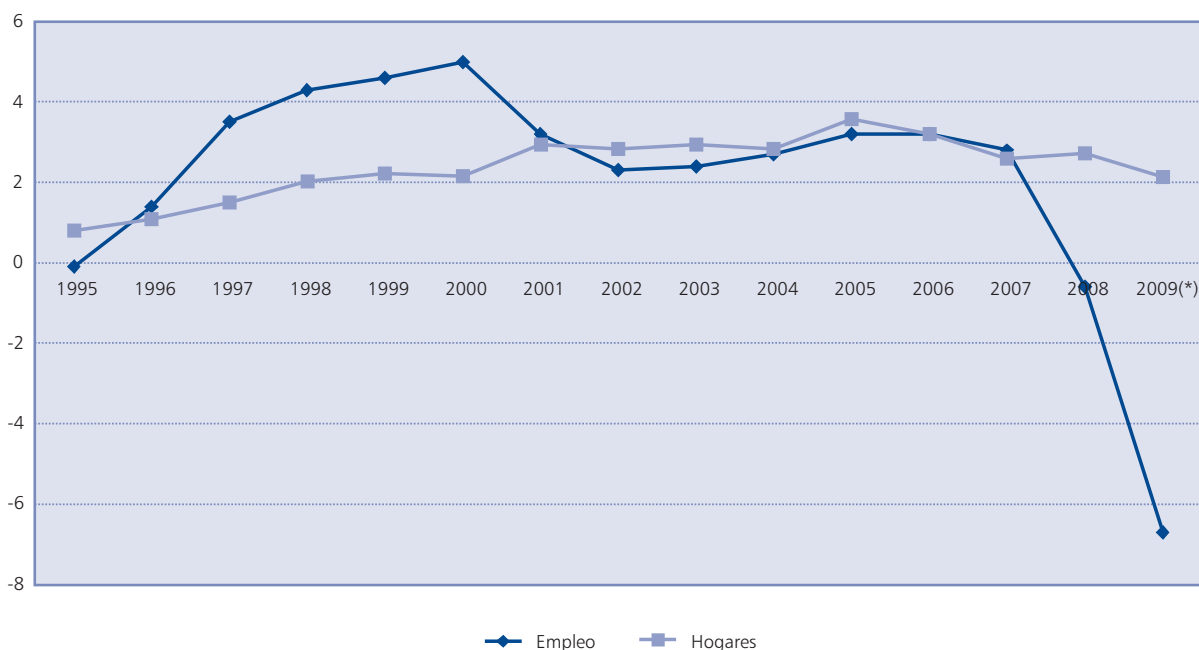


GRÁFICO 5
**EMPLEO (CONTABILIDAD NACIONAL TRIMESTRAL) Y HOGARES (ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA).
 VARIACIONES INTERANUALES (EN PORCENTAJE), 1995-2009**



(*) Previsión.

ficie a construir, según las licencias municipales de obras, ascendió a 811,5 kilómetros cuadrados, equivalente al 0,16 por 100 de la superficie total de España. Dicha superficie evolucionó de forma paralela a las viviendas a iniciar, de acuerdo con el indicador de licencias municipales de obras (gráfico 6). El total de viviendas de construcción autorizada pasó desde las 293.000 de 1997 hasta un máximo de 735.000 en 2006, retrocediendo dicho indicador desde la segunda mitad de 2007.

La debilidad de las haciendas locales, donde tienen un alto peso los tributos ligados al mercado de vivienda (35 por 100-40 por 100), contribuyó asimismo a que los ayuntamientos calificasen el máximo posible de suelo como urbanizable residencial. En términos

generales, entre 1997 y 2007 no hubo, pues, una restricción de oferta desde los ayuntamientos al aumento del *stock* de viviendas, sino que más bien tuvo lugar una fuerte reestructuración del suelo no rústico hacia la construcción residencial.

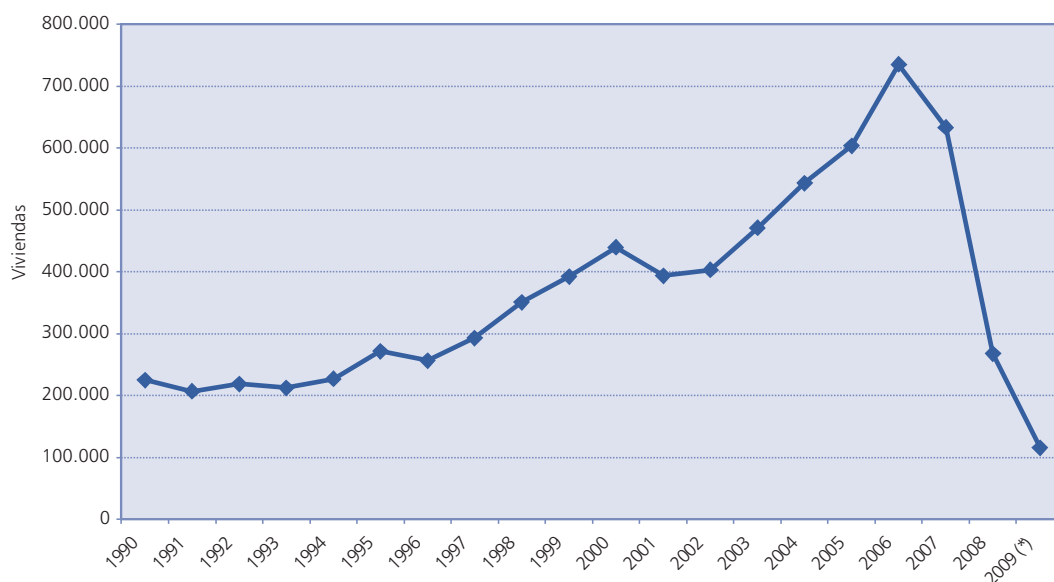
Dicha reestructuración del destino del suelo y de la actividad productiva dio lugar a que se generase un modelo productivo apoyado en la construcción residencial, cuya consecuencia más primaria fue el retorno a un elevado déficit exterior, que en 2007 superó al -10 por 100 del PIB de la economía española.

La reacción de la nueva oferta de viviendas ante las favorables expectativas del mercado resultó, pues, espectacular. Las viviendas iniciadas, estimadas con los

visados de dirección de obra de los colegios de arquitectos técnicos, publicados por el Ministerio de Fomento, pasaron desde las 338.000 de 1997 hasta un máximo de 865.600 en 2006 (gráfico 7). En los diez años del periodo 1998-2007 se inició un total de viviendas superior a los seis millones.

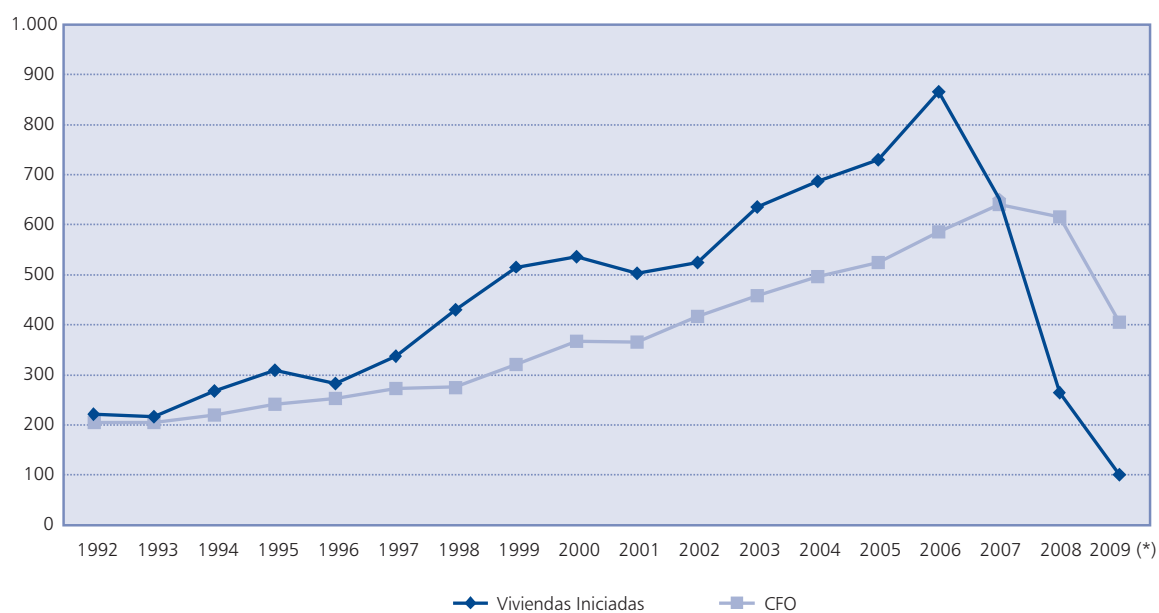
Las viviendas terminadas en dicho periodo se aproximaron a los 4,5 millones, lo que implica que, al llegar el cambio al mercado de la vivienda en 2007, eran abundantes las obras en curso. Todo esto suponía que un número importante de viviendas iniciadas en la etapa de auge iban a salir al mercado en las condiciones que éste presentaría en 2007-2009, bien diferentes a las vigentes en el momento de adoptarse la decisión de construir.

GRÁFICO 6
LICENCIAS MUNICIPALES DE OBRAS: VIVIENDAS FAMILIARES DE NUEVA EDIFICACIÓN A CONSTRUIR.
TOTALES ANUALES, 1990-2009



(*) Previsión.
 Fuente: Ministerio de Fomento.

GRÁFICO 7
VISADOS DE APAREJADORES. VIVIENDAS INICIADAS Y TERMINADAS. SERIE ANUAL, 1992-2009



(*) Previsión con datos hasta junio.

El importante ritmo de nuevas construcciones de viviendas se ha advertido asimismo en las estimaciones realizadas por el Ministerio de Vivienda sobre el *stock* de viviendas existente en España. Según dichas estimaciones, de un parque de viviendas de 21 millones a 31 de diciembre de 2001, se ha pasado a un total de 25,1 millones a fines de 2008 (gráfico 8).

La evolución citada implicó un aumento medio anual de dicho parque de viviendas del 2,6 por 100 entre 2001 y 2008, correspondiente a un incremento neto de 583.000 viviendas al año en dicho periodo, 82,6 por 100 de aumento medio. Esto implica la realidad de un amplio número de viviendas en España. En 2003 el número de viviendas por habitante ascendía a 1,48, frente a los 1,17 de la Eurozona (BCE, 2009). Dicha diferencia se ha debido

acrecentar tras la etapa de auge analizada.

La Contabilidad Nacional de España ha puesto de manifiesto el aumento de participación de la construcción residencial en la actividad productiva y en el gasto de la economía española. La inversión en vivienda creció a un ritmo medio anual del 7,7 por 100 en la etapa de auge analizada. Mientras que en 1997 la inversión en vivienda suponía el 4,7 por 100 del PIB a precios corrientes y el 40,9 por 100 de la inversión en construcción, en 2007 dichas participaciones suponían el 9,3 por 100 y el 52,3 por 100, respectivamente.

El impacto multiplicador de esta situación se dejó sentir sobre todo en el gasto de consumo. Los elevados precios de la vivienda impulsaron el consumo financiado con nuevos préstamos, contribu-

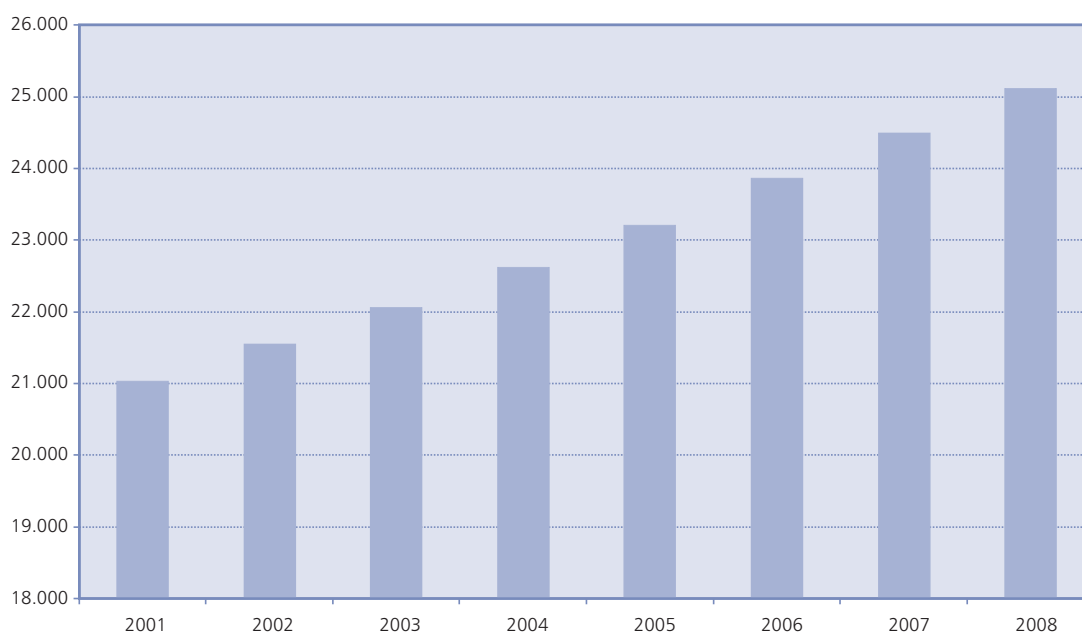
yendo a la intensa elevación de los niveles de endeudamiento familiar. La inversión en vivienda explicó directamente casi medio punto del crecimiento medio de la economía española en el periodo citado.

3. Los precios de la vivienda y la accesibilidad

La fuerte demanda de vivienda provocó un aumento fuerte y prolongado de los precios de ésta, además del incremento ya comentado de la oferta de viviendas. Entre 1999 y 2007 el aumento medio real de dichos precios fue del 8,8 por 100, ampliamente superior al de la Eurozona (6,1 por 100) en el mismo periodo de tiempo. Dentro de dicha área (incluidos los dieciseis estados miembros), Chipre registró el mayor aumento acumulado durante el periodo citado, seguido de Eslovenia, España e Irlanda. Alemania

GRÁFICO 8

NÚMERO DE VIVIENDAS (MILES) A 31 DE DICIEMBRE. ESTIMACIÓN DEL MINISTERIO DE VIVIENDA, 2001-2008



Fuente: Ministerio de la Vivienda.

fue la única economía que presentó un descenso de los precios durante el periodo en cuestión.

Los precios de la vivienda crecieron en España en un 188,9 por 100 entre 1997 y 2007, si se emplean los precios medios anuales, correspondiente a un aumento medio anual del 11,2 por 100. El crecimiento acumulado de los precios de consumo en España entre 1997 y 2007 fue del 34,3 por 100, correspondiente a una media anual del 3 por 100 (gráfico 9). El incremento de los precios de la vivienda en España casi multiplicó por seis a los correspondientes a precios y salarios.

En la primera mitad de la década de los años dos mil se produjeron las mayores aceleraciones en los precios de las viviendas en España, mientras que el periodo

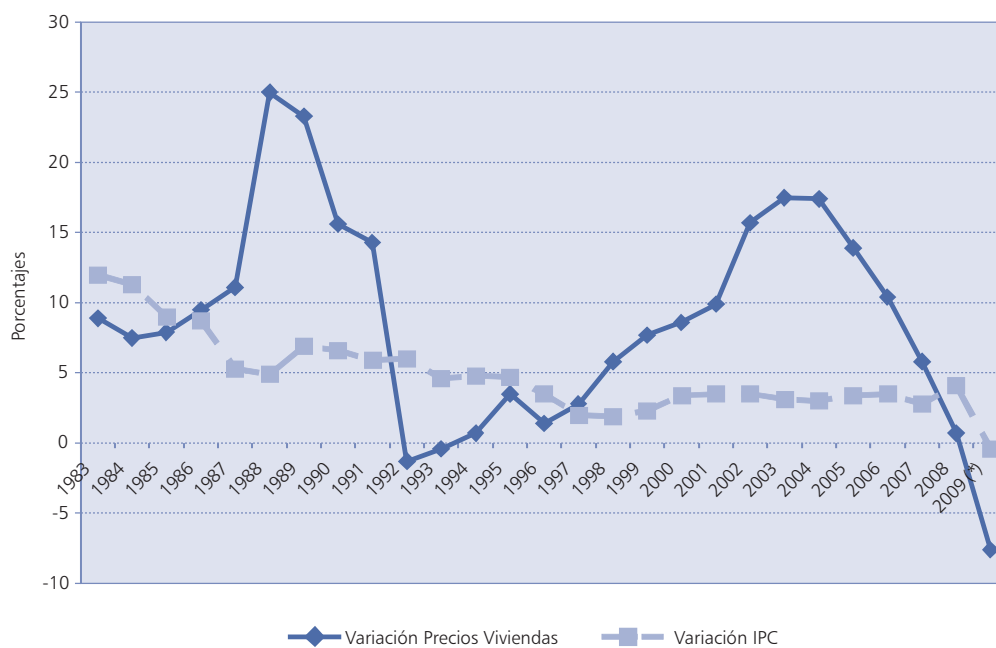
2005-2007 fue de evidente desaceleración. Este menor crecimiento coincidió con la salida al mercado de fuertes volúmenes de viviendas de nueva construcción, así como con la elevación de los tipos de interés a partir de 2005. Desde este año la política monetaria adoptó un perfil más restrictivo. El aumento medio anual de los precios de vivienda del 12,7 por 100 entre 1997 y 2005 se desaceleró hasta el 6,9 por 100 entre 2005 y 2007.

Los mayores aumentos acumulados de los precios de las viviendas entre el cuarto trimestre de 1997 y el mismo periodo de 2007 correspondieron a las comunidades autónomas de Baleares (270,2 por 100), Murcia (258,9 por 100) y Andalucía (240,7 por 100). Los territorios situados en la costa mediterránea experimentaron au-

mentos de precios ampliamente superiores al 196,7 por 100 en que crecieron dichos precios en el conjunto de España. Los menores aumentos fueron los de las comunidades situadas más al interior de la península (Navarra, 114,2 por 100; Castilla y León, 132,6 por 100, y Extremadura, 152,2 por 100) (cuadro n.º 1).

Entre la Comunidad de Madrid y el litoral se situó el territorio nacional menos afectado por el auge inmobiliario. Madrid y las costas fueron los principales focos de atracción del auge inmobiliario, que se dejó sentir más en las provincias situadas en el denominado «arco mediterráneo», donde ha sido mayor la incidencia del adquirente inversor. Esta evolución explicó los menores volúmenes acumulados de viviendas de nueva construcción no vendidas apa-

GRÁFICO 9
PRECIOS DE LAS VIVIENDAS E ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. VARIACIONES MEDIAS ANUALES, 1983-2007



(*) Media de enero-agosto para el IPC y de los trimestres I y II para el IPV.
Fuentes: Ministerio de Vivienda e INE.

CUADRO N.º 1

PRECIOS DE TASACIÓN DE LAS VIVIENDAS LIBRES (*) ESPAÑA Y COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Comunidades Autonomas	Precios euros/m ²	Aumentos 2009/2008(**) (En porcentaje)	Aumentos 2007/1997 (***) (En porcentaje)
1 País Vasco	2.780,6	-8,1	207,5
2 C. de Madrid	2.665,8	-10,5	182,3
3 Cataluña.....	2304,5	-7,5	205,4
4 Baleares.....	2.207,7	-9,0	270,2
ESPAÑA.....	1.920,9	-8,3	196,7
5 Cantabria	1.850,2	-10,9	171,0
6 Aragón.....	1.745,8	-9,8	225,6
7 Andalucía.....	1.666,0	-7,7	240,7
8 Canarias	1.683,2	-8,6	167,0
9 Navarra	1.630,2	-6,9	114,2
10 Asturias.....	1611,5	-9,5	161,9
11 C.Valenciana.....	1.544,0	-9,1	218,6
12 La Rioja	1.556,7	-3,7	164,1
13 Murcia	1.405,0	-11,6	258,9
14 Galicia	1.436,4	-8,0	146,0
15 Castilla-León.....	1.399,8	-7,2	132,6
16 Castilla-La Mancha	1244,1	-13,0	168,3
17 Extremadura.....	1.009,2	-1,6	152,2
España. Menos de dos años.....	1.923,9	-7,9	185,9
España. Más de dos años	1.917,7	-8,6	202,5
<i>Pro-memoria:</i>			
Barcelona (provincia)	2.597,8	-7,1	193,6

(*) Nuevas y de segunda mano.

(**) Segundo trimestre de 2009 sobre el mismo periodo de 2008.

(***) Cuarto trimestre de 2007 sobre el mismo periodo de 1997.

El ritmo medio anual de aumento en este periodo fue del 11,9%.

Fuente: Ministerio de Vivienda.

recidos en dicha zona territorial «intermedia» al cambiar el signo del mercado de vivienda.

El aumento acumulado de los precios de la vivienda registrado en España entre 1997 y 2007 superó, pues, ampliamente a los correspondientes a los precios y salarios en el mismo periodo de tiempo, así como al de los ingresos de los hogares. Como antes se indicó, el precio de venta de mercado de una vivienda de 90 metros cuadrados equivalía en 1997 a 4,30 salarios medios anuales, mientras que en 2007 dicho precio medio suponía 9,19 salarios medios anuales.

Si se considera al salario medio (1.892 euros/mes en el segundo trimestre de 2009) como un indicador aproximado de los in-

gresos de los hogares de nueva creación que acceden a una vivienda en propiedad, el auge citado provocó un fuerte aumento en el esfuerzo de acceso a la vivienda para dicho segmento de hogares, a la vista del marcado aumento de los precios de la vivienda, que compensó el efecto opuesto derivado de los menores tipos de interés.

Así, a los precios y tipos de interés de mercado, el servicio del préstamo preciso para acceder a una vivienda de 90 metros cuadrados ascendió desde el 31,3 por 100 de los ingresos familiares de nuevo acceso en 1997 hasta el 58,9 por 100 en 2007. Dicho esfuerzo supera ampliamente al tope máximo habitual, situado en la tercera parte de los ingresos familiares. La dificultad citada se vio

reforzada por lo exiguo del parque de viviendas de alquiler existente en España, especialmente por el reducido parque de viviendas sociales, que no pasa del 2 por 100 del stock total de viviendas (Trilla, 2001).

El elevado esfuerzo de acceso a la vivienda en España resultó sustancialmente mayor en las áreas metropolitanas más dinámicas. Esta situación justifica el desarrollo de una política de vivienda «activa», atenta a facilitar el acceso a la vivienda con un esfuerzo razonable.

IV. MERCADO DE VIVIENDA. LA CRISIS (2007-2009)

Como antes se señaló, la etapa de auge del mercado de vivienda comprendida entre 1997 y

2007 no ha sido precisamente la primera de las de dicho tipo por la que ha atravesado la economía española desde la segunda mitad del pasado siglo. En el pasado, en tiempos de la peseta, unos déficit externos relativos muy inferiores a los de 2007 forzaban a desarrollar políticas de carácter estabilizador para corregir el desequilibrio externo.

El euro, al facilitar la financiación exterior de la economía española, permitió que el elevado déficit de la economía española se prolongase durante un largo periodo y alcanzase al 10 por 100 del PIB en 2007. Sin embargo, resulta evidente que la economía española no puede mantener de forma prolongada unos déficit exteriores tan elevados, que la hacen depender significativamente

de la situación de los mercados de capitales.

La dura recesión que ha sucedido al auge que terminó en 2007 presenta elementos diferenciales en relación con etapas equivalentes del pasado. Así, en 2009 no resulta posible emplear la devaluación de la moneda para estimular la demanda exterior. La fortaleza del euro hace más complicado retornar a una senda de crecimiento.

Después de 2007, el perfil del mercado de vivienda registró un cambio espectacular en España y en un amplio número de países desarrollados. El intenso ajuste a la baja de dicho mercado ha tenido lugar en un contexto de crisis económica generalizada. El inicio de las turbulencias financieras de 2007 se situó en Estados Unidos.

La crisis financiera, derivada de la titulización masiva de unos 500.000 millones de dólares de créditos fallidos para compra de vivienda en dicho país, se extendió al resto del mundo a través del sistema financiero y elevó el riesgo crediticio. En España, se observó a partir del tercer trimestre de 2007 una actitud más restrictiva en materia de concesión de nuevos préstamos por parte de bancos y cajas de ahorros.

A continuación, se resumen las principales características de la evolución del mercado de vivienda después de 2007 y se comentan los factores que más han incidido en dicha evolución.

El contexto macroeconómico de la economía española cambió de signo abruptamente a partir de

GRÁFICO 10
ESPAÑA. TASAS INTERANUALES DE VARIACIÓN DEL PIB Y DEL EMPLEO (EN PORCENTAJE), 1990-2009



(*) Previsión.
Fuente: INE.

2008. Los retrocesos del PIB y del empleo registrados desde el segundo trimestre de 2008, junto a los fuertes descensos de los tipos de interés tras el alza de éstos entre 2005 y 2008, son los rasgos dominantes del panorama macroeconómico español de 2009 (gráficos 10 y 11).

La demanda de vivienda descendió en España de forma acusada después de 2007, situándose la previsión de ventas en 2009 más de un 50 por 100 por debajo de las de 2007 (a menos de 400.000 viviendas pueden elevarse las ventas de viviendas en 2009, frente a las 782.000 de 2007). El descenso de las ventas ha dado lugar a una disminución moderada de los precios de las viviendas. Estos últimos han retrocedido en un -8,6 por 100 entre el primer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009, en el caso del

índice apoyado en las tasaciones de viviendas (cuadro n.º 2).

El descenso de precios parece ser más acusado en las viviendas de segunda mano que en las de nueva construcción. Los precios de las viviendas usadas disminuyeron en un -11,2 por 100 en el segundo trimestre de 2009 sobre el mismo periodo del año anterior, frente al -3,9 por 100 de las viviendas de nueva construcción, según el Índice de precios de vivienda (IPV) del INE, apoyado en los precios recogidos en las escrituras de compraventa intervenidas por los notarios. Dicha evolución es posible que se haya derivado de las mayores dificultades de consecución de financiación externa por parte de dicho tipo de vivienda.

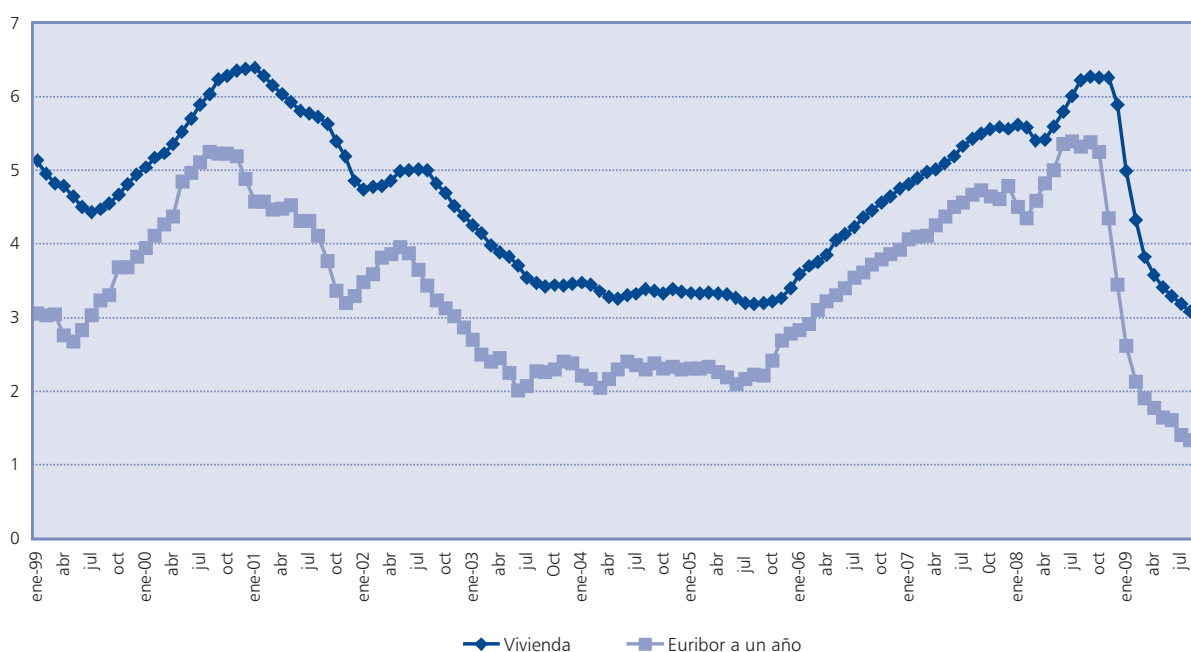
El pilar fundamental del ajuste del mercado de vivienda en España, junto a las menores ventas, es

el acusado descenso de las nuevas ofertas de vivienda, visible en el retroceso de las viviendas iniciadas, que se situarán en torno a las 100.000 en 2009, muy por debajo de las 651.000 de 2007. El descenso de las viviendas terminadas en 2008-2009, frente a las previsiones de aumento de dicha magnitud después de 2007 a causa del alto nivel alcanzado por las iniciaciones en los años precedentes, revela que numerosas promociones de nuevas viviendas no se terminan, y ello por falta de financiación o por las nulas posibilidades de venta.

El retroceso de las iniciaciones de viviendas y la paralización de obras en curso han dado lugar a unos descensos acusados en la inversión en vivienda (-10,3 por 100 en 2008 y -24,5 por 100 previsto para 2009, a precios constantes), cuya participación en el valor corriente del PIB apenas superará al

GRÁFICO 11

TIPOS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS A COMPRADOR DE VIVIENDA Y DEL EURIBOR A DOCE MESES. SERIE MENSUAL (EN PORCENTAJE), 1999-2009



CUADRO N.º 2

VIVIENDA. PERIODO DE AUGE (1998-2007) Y CRISIS (2008 Y 2009). RESUMEN DE INDICADORES

	1998-2007 Media anual	2007	2008	2009 (*)
DEMANDA				
1. Hipotecas registradas sobre viviendas	872.670	1.235.200	835.100	590.000
2. Compraventas registradas de viviendas		782.200	558.400	373.600
3. Empleo.Ocupados EPA.....	540.400	608.000	-98.000	-1.350.000
4. PIB, precios constantes (porcentaje de variación).....	3,8	3,6	0,9	-3,8
5. Tipos de interés, créditos comprador (nominales,medias anuales) (porcentaje).....	4,66	3,28	5,85	3,50
OFERTA				
6. Viviendas iniciadas.....	607.780	651.400	264.800	100.000
7. Viviendas terminadas.....	506.460	641.400	615.100	450.000
Tasas de variación interanual (porcentaje)	1997 a 2007	2007	2008	2009 (*)
OFERTA, CONTABILIDAD NACIONAL				
8. Inversión en vivienda, precios constantes (porcentaje)	7,8	3,8	-10,9	-25,0
PRECIOS				
9.Precios de las viviendas				
9.1. Tasaciones. (porcentaje) Datos cuarto trimestre	11,5	4,8	-3,2	-10,0
9.2. Índice precios vivienda. INE. Total.....		5,7	-5,4	-10,0
9.3. Índice precios vivienda. INE. Segunda mano.....		2,4	-10,7	-12,0
FINANCIACIÓN				
10. Crédito Inmobiliario (**) (porcentaje).....	22,5	15,9	3,9	-1,0
11. Crédito a comprador de vivienda (porcentaje)	19,9	13,1	4,5	0,5
12. Crédito a promotor inmobiliario (porcentaje)	33,0	24,4	4,8	1,0

Nota: Las tasas de crecimiento del periodo 1998-2007 son las variaciones medias acumuladas de dicho periodo.

Los créditos a comprador y al conjunto del sector privado incluyen los titulizados.

(*) Previsión

(**) Promotor, comprador y constructor

Fuentes: Ministerio de Fomento, INE; Ministerio de Vivienda, Banco de España.

6 por 100 en este último ejercicio, frente al 9,3 por 100 de 2007.

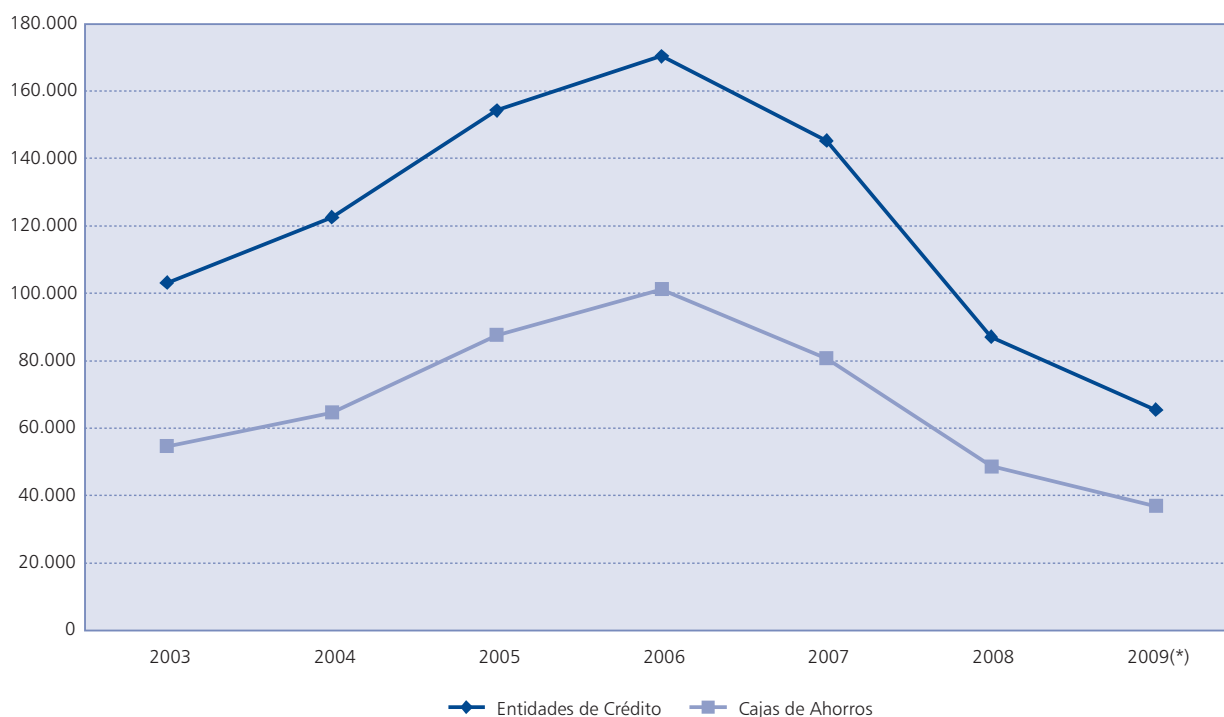
El ajuste del mercado de vivienda por el lado de la «cantidad» puede tener un impacto más negativo sobre el volumen de construcción residencial y sobre el empleo que si los precios presentasen una mayor flexibilidad a la baja. En este sentido, contrasta la evolución seguida en el caso de España con los casos de Estados Unidos y del Reino Unido, donde las disminuciones de los precios de las viviendas han superado el 30 por 100 en la fase de recesión.

Las tasas interanuales de variación del crédito inmobiliario y del

crédito a comprador de vivienda serán ligeramente negativas en 2009. Sin embargo, las nuevas concesiones de crédito a comprador de vivienda parecen recuperarse levemente desde la primavera de 2009. Todo apunta a que el total de nuevos créditos a comprador de vivienda registrará un nuevo descenso en este año, en torno al -20 por 100, continuando los retrocesos experimentados por dicha magnitud en 2007 y 2008 (gráfico 12). La tasa de morosidad (créditos dudosos divididos por el conjunto de la cartera de créditos) ha crecido sobre todo en los créditos a promotor inmobiliario, donde pasó desde el 0,65 por 100 de fines de 2007 hasta el 8,16 por 100 en junio de 2009.

Así pues, la crisis del mercado de vivienda posterior a 2007 se debe sobre todo al descenso de la demanda de viviendas. Hasta dicho ejercicio, la desaceleración del crecimiento del PIB y del empleo, junto a la elevación de los tipos de interés, contribuyeron a frenar de forma moderada dicha demanda. Los precios de las viviendas frenaron su crecimiento en 2006-2007 como consecuencia del moderado endurecimiento de la política monetaria. Esta evolución se advirtió en las elevaciones de tipos de interés adoptadas por numerosos bancos centrales con anterioridad al ya mencionado estallido de la crisis de las *subprime* en Estados Unidos en el verano de 2007.

GRÁFICO 12
CRÉDITOS A COMPRADOR DE VIVIENDA. TOTALES ANUALES, MILLONES DE EUROS, 2003-2009
 (ESTIMACIÓN, CON DATOS HASTA AGOSTO)



(*) Previsión.

Fuente: Banco de España.

Las turbulencias producidas en los mercados de capitales a partir de dicha fecha dieron lugar a un proceso de restricción o de racionamiento del crédito, situación que se ha prolongado hasta bien avanzado el ejercicio de 2009. El periodo de mayor restricción correspondió al otoño de 2008, en especial tras las tensiones acaecidas en septiembre de dicho año con motivo de la quiebra del banco de inversiones Lehman Brothers.

La expresión «racionamiento del crédito» se emplea para designar el fallo de los tipos de interés para ajustarse de forma rápida a efectos de equilibrar los mercados financieros. La presencia del racionamiento del crédito

implica inestabilidad en las fuentes de financiación de las entidades de crédito. Se ha observado que en los inicios de las etapas de recesión del mercado de vivienda el racionamiento del crédito es el responsable en una proporción muy elevada del efecto inicial, descendiendo su trascendencia a lo largo del tiempo (De Leeuw y Gramlich, 1969). Dicha actuación resulta de difícil medida estadística, empleándose con frecuencia como indicador la desviación de los aumentos del crédito sobre su tendencia en los últimos años (Rodríguez, 1978).

El descenso de los precios de las viviendas y los menores tipos de interés han contribuido a me-

jorar en 2009 el esfuerzo preciso para acceder a una vivienda en España. Es posible que todavía resulten necesarios mayores descensos de precios para conseguir un ajuste mayor en el mercado de la vivienda.

Será necesario, además, que se restablezca un ritmo más fluido de nuevas concesiones de crédito para normalizar la situación de este mercado, en el que todavía resulta elevado el *stock* de viviendas terminadas y no vendidas. El total citado pudo superar las 900.000 viviendas al inicio de 2009. Dentro del mismo destacaron los altos niveles de viviendas no vendidas existentes en las comunidades de Valencia (228.500), Andalucía (126.300), Castilla-La Mancha

(110.000) y Madrid (95.900) (cuadro n.º 3).

De acuerdo con los resultados de algunos trabajos econométricos referidos a la evolución del precio de la vivienda en España, el *stock* de viviendas y el coste de capital —tipos de interés, más depreciación y fiscalidad, menos las expectativas de precios de las viviendas— (gráfico 13) explicaron aceptablemente el comportamiento de los precios medios de la vivienda en España hasta 2007 (Rodríguez López y Fellinger, 2007). A partir de las turbulencias de 2007, el papel del ra-

cionamiento de crédito por parte de las entidades financieras ha sido el principal factor explicativo del acusado descenso de las transacciones del mercado de vivienda.

El fin de los aumentos de precios de las viviendas expulsó del mercado al comprador inversor, que había supuesto casi el 50 por 100 de las compras en la etapa de auge. Los precios siguen siendo elevados respecto de los niveles de ingresos de los hogares españoles en 2009. Todo indica que el ajuste del mercado de la vivienda será prolongado, y el descen-

so de los precios continuará algún tiempo.

Las entidades de crédito han retornado en gran parte a los depósitos como vía principal de financiación desde el inicio de la crisis, manteniéndose la titulización a efectos de financiación por la autoridad monetaria. Está por ver cuál será la evolución futura de este mecanismo de alimentación financiera de bancos y cajas de ahorros. Será difícil que en la Unión Europea se vuelvan a repetir operaciones en las que el crédito titulado desaparezca plenamente del balance de dichas entidades.

CUADRO N.º 3

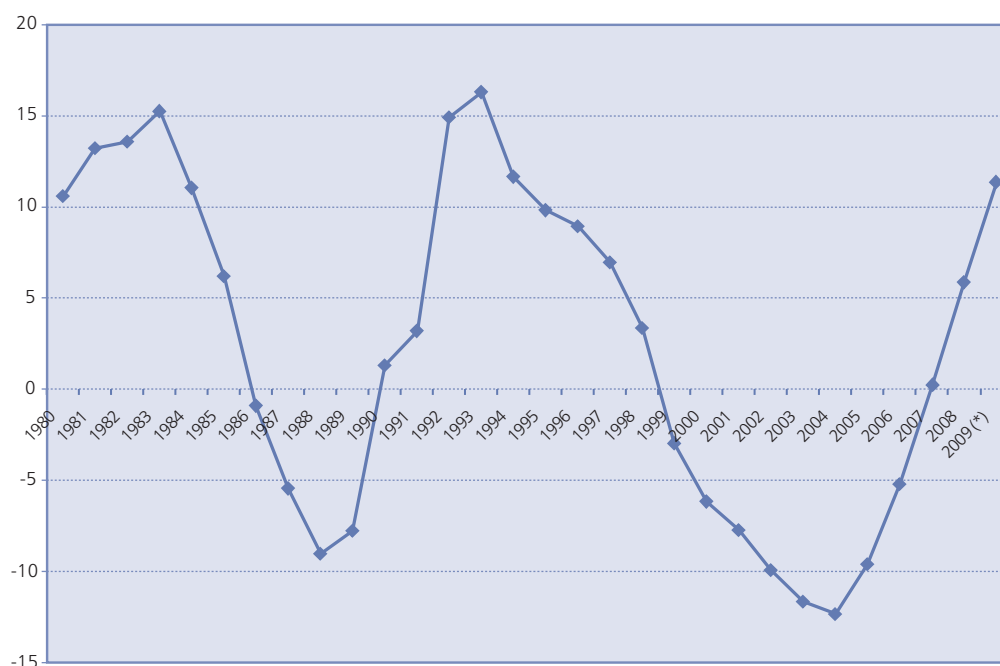
ESTIMACIÓN DEL STOCK DE VIVIENDAS NO VENDIDAS. DIFERENCIAS ENTRE VIVIENDAS TERMINADAS Y VENTAS DE VIVIENDAS DE NUEVA CONSTRUCCIÓN, 2005-2008

Comunidades autónomas y provincias	CFO	CVNR	VTnV	Comunidades autónomas y provincias	CFO	CVNR	VTnV
Andalucía	467.142	340.890	126.252	Castilla-La Mancha	163.514	53.510	110.004
Almería	60.400	48.959	11.441	Albacete	14.032	9.615	4.417
Cádiz	60.797	72.384	-11.587	Ciudad Real	32.186	11.732	20.454
Córdoba	28.124	18.828	9.296	Cuenca	7.668	1.866	5.802
Granada	60.592	33.444	27.148	Guadalajara	27.299	14.747	12.552
Huelva	30.690	29.348	1.342	Toledo	82.329	15.550	66.779
Jaén	25.009	13.573	11.436	Cataluña	289.812	228.830	60.982
Málaga	117.270	74.919	42.351	Barcelona	154.898	142.535	12.363
Sevilla	84.260	49.435	34.825	Girona	48.615	33.272	15.343
Aragón	60.269	39.722	20.547	Lleida	23.068	21.577	1.491
Huesca	17.496	7.763	9.733	Tarragona	63.231	31.446	31.785
Teruel	3.822	2.396	1.426	Comunidad Valenciana	415.658	187.176	228.482
Zaragoza	38.951	29.563	9.388	Alicante	165.516	94.922	70.594
Asturias	50.377	30.720	19.657	Castellón	130.408	27.759	102.649
Baleares	49.384	40.528	8.856	Valencia	119.734	64.495	55.239
Canarias	93.048	85.366	7.682	Extremadura	21.607	19.328	2.279
Las Palmas	41.435	43.484	-2.049	Badajoz	5.826	13.279	-7.453
Santa Cruz de Tenerife	51.613	41.882	9.731	Cáceres	15.781	6.049	9.732
Cantabria	43.603	23.638	19.965	Galicia	117.733	71.525	46.208
Castilla y León	123.583	69.608	53.975	A Coruña	53.794	32.737	21.057
Ávila	11.985	5.133	6.852	Lugo	14.685	7.673	7.012
Burgos	21.316	14.785	6.531	Ourense	10.157	7.983	2.174
León	18.759	14.696	4.063	Pontevedra	39.097	23.132	15.965
Palencia	7.291	3.138	4.153	Madrid	225.179	129.316	95.863
Salamanca	16.071	8.581	7.490	Murcia	127.406	60.243	67.163
Segovia	12.086	3.792	8.294	Navarra	30.156	23.244	6.912
Soria	4.174	2.414	1.760	País Vasco	62.295	44.451	17.844
Valladolid	23.969	11.258	12.711	Álava	15.473	6.651	8.822
Zamora	7.932	5.811	2.121	Guipúzcoa	19.079	14.326	4.753
La Rioja	25.787	12.575	13.212	Vizcaya	27.743	23.474	4.269
				España	2.366.553	1.460.670	905.883

Fuente: Elaboración a partir de los certificados de fin de obra y de las compraventas registradas, Ministerio de Fomento e INE.

GRÁFICO 13
INVERSIÓN EN VIVIENDA. COSTE DE CAPITAL, 1980-2009

(En porcentaje)



(*) Previsión.

BIBLIOGRAFÍA

BALMASEDA, Miguel; SAN MARTÍN, Ignacio, y SEBASTIÁN, Miguel (2002), «Una aproximación cuantitativa a la «burbuja» inmobiliaria», BBVA, *Situación Inmobiliaria*, diciembre.

BANCO CENTRAL EUROPEO —BCE— (2006), «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la Zona del Euro», *Boletín Mensual*, febrero.

— (2009), «Financiación de la vivienda en la Zona del Euro», BCE, *Boletín Mensual*, agosto.

CASE, Karl E., y SHILLER, Robert J. (2004), «Is there a bubble in the housing market?», *Brookings Papers on Economic Activity*, n.º 2.

DE LEEUW, F., y GRAMLICH, E.M. (1969), «A study of the market for new housing units», *Proceeding of the business and economic statistics section*, American Statistical Association: 702-712.

DIPASQUALE, Denise, y WHEATON, William C. (1996), *Urban Economics and Real State Markets*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL —FMI— (2003), «When the bubbles Bursat», *World Economic Outlook*, abril.

GARCÍA MONTALVO, José (2008), *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero. Crónica de un desenlace anunciado*, Antoni Bosch, Editor S.A.

RODRÍGUEZ, Julio (1978), «Una estimación de la función de inversión en viviendas en España», Banco de España, Servicio de Estudios, *Estudios Económicos*, n.º 13.

RODRÍGUEZ LÓPEZ, Julio (2009), «El colapso de la burbuja inmobiliaria y sus consecuencias», *Temas*, julio-agosto.

RODRÍGUEZ LÓPEZ, Julio, y FELLINGER, Erica (2007), «El mercado de la vivienda en España. Previsiones 2007-2009», Ministerio de Vivienda, *www.vivienda.es, Estudios y Estadísticas*, noviembre.

— (2008), «Hogares en España. Proyecciones 2001-2012», Ministerio de Vivienda, *www.vivienda.es, Estudios y estadísticas*, noviembre.

SHILLER, Robert (2009), «In defense of financial innovation», *Financial Times*, 28 de septiembre.

TRILLA y BERNALT, Carme (2001), *La política de vivienda en una perspectiva europea comparada*, Fundación «La Caixa», Colección Estudios Sociales, n.º 9.

— (2008), «Hogares en España. Proyecciones 2001-2012», Ministerio de Vivienda, *www.vivienda.es, Estudios y estadísticas*, noviembre.

Resumen

En este artículo se analizan el funcionamiento del mercado monetario del área del euro durante la crisis y los principales cambios introducidos por el Eurosistema en la instrumentación de la política monetaria, así como las posibles lecciones a extraer y los retos que se plantean a medio plazo en este terreno. Entre las posibles lecciones: un número amplio de contrapartidas, una lista de activos de garantía suficientemente diversificada y un marco lo bastante flexible como para acomodar cambios sustanciales en el patrón temporal de la demanda de liquidez (sin que necesariamente conlleven variaciones en la cantidad total) parecen ser características deseables de cualquier marco operativo de política monetaria. Entre los retos: la crisis ha proporcionado también un laboratorio para juzgar las alternativas disponibles en relación con otros elementos del marco operativo, como son la modalidad de subasta de los fondos, la amplitud del pasillo que conforman los tipos de las facilidades permanentes o la distribución de la liquidez por plazos.

Palabras clave: mercados monetarios, marco operativo, provisión de liquidez, coeficiente de caja.

Abstract

This article reviews the functioning of the monetary market in the Euro Zone during the crisis and the main changes brought by the Eurosystem in the monetary policy implementation as well as the potential lessons to be learnt and the challenges to be faced in the medium term in this area. Potential lessons to be learnt: a wide range of compensations, a list of adequately diversified asset-backed securities and a framework that is resilient enough to face up to substantial changes in the temporary pattern of demand for liquidity (which does not necessarily imply variations in the total amount) seem to be the needed features in any monetary policy operating framework. Challenges to be faced: the crisis has provided a laboratory where to test the available alternatives to other elements of the operating framework, such as the tender offer method, the extent of the corridor shaped by the rates of the standing facilities or the term liquidity distribution.

Key words: monetary markets, operating framework, liquidity provision, cash ratio.

JEL classification: E52, E58.

LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA Y EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO INTERBANCARIO DURANTE LA CRISIS FINANCIERA

Juan AYUSO
Roberto BLANCO

Banco de España

I. INTRODUCCIÓN (*)

EL funcionamiento de los mercados monetarios mundiales se ha visto profundamente alterado durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, a raíz del repunte de la morosidad de las hipotecas *subprime* en EE.UU. El volumen de actividad se redujo drásticamente, al tiempo que los tipos de interés negociados en las operaciones sin garantías empezaron a incorporar unas primas de riesgo históricamente elevadas.

Estos mercados desempeñan un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria en la medida en que, por un lado, los precios negociados en ellos están estrechamente ligados a los tipos oficiales de intervención de los bancos centrales y, por el otro, constituyen una referencia importante para determinar la rentabilidad de los activos y el coste de los pasivos del sector no financiero, que son los tipos de interés relevantes para las decisiones de gasto de estos agentes. Por ello, las autoridades monetarias mundiales reaccionaron ante los efectos de la crisis introduciendo cambios en los marcos operativos de la política monetaria encaminados a minimizar los efectos de esas alteraciones sobre su capacidad para influir en los tipos de in-

terés que condicionan las decisiones de gasto.

En este artículo, se analizan el funcionamiento del mercado monetario del área del euro durante la crisis y los principales cambios introducidos por el Eurosistema en la instrumentación de la política monetaria, así como los retos que se plantean a medio plazo en este terreno.

Más concretamente, tras esta introducción, el trabajo contiene cuatro apartados. En el II, se presenta brevemente el marco operativo de la política monetaria que existía antes de la crisis; en el III, se analizan los principales desarrollos durante una primera fase de la crisis, que se inició en agosto de 2007 y que se caracterizó por la existencia de tensiones importantes en algunos mercados financieros, especialmente en los monetarios y en los que se negocian activos titulizados, desarrollos que vinieron acompañados de la publicación de pérdidas abultadas en algunos bancos. Los cambios durante la segunda fase, que se inició tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, con un aumento considerable de la percepción de riesgo sistémico y una acusada contracción del comercio y del crecimiento económico a nivel mundial, se estudian en el apartado IV; mientras

que en el V se revisan los principales retos que se plantean, en este ámbito, en el medio plazo.

II. LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA Y LOS MERCADOS MONETARIOS ANTES DE LA CRISIS FINANCIERA

1. El marco operativo del Eurosistema

El llamado marco operativo de la política monetaria no es sino el conjunto de herramientas de las que dispone un banco central para instrumentar sus decisiones monetarias. En el caso concreto del Eurosistema, el marco operativo consta básicamente de tres instrumentos: 1) un coeficiente de reservas mínimas para las entidades de crédito; 2) las operaciones de mercado abierto, y 3) las facilidades permanentes.

Las entidades de crédito que operan en el área del euro están obligadas a mantener un saldo mínimo depositado en su banco central nacional (BCN). Este requisito debe cumplirse, en media, a lo largo de cada período de mantenimiento, que tiene una duración aproximada de un mes. El importe de las reservas mínimas se calcula aplicando un porcentaje sobre los pasivos computables (fundamentalmente, depósitos bancarios). Estos fondos se remuneran al tipo de intervención del Eurosistema.

Por su parte, las operaciones de mercado abierto son transacciones en las que el Eurosistema puede inyectar o drenar fondos en el sistema bancario. Dentro de éstas, ocupan un lugar destacado las denominadas operaciones principales de financiación (OPF),

dado su papel señalizador del tono de la política monetaria y por su influencia en la determinación de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios. Las OPF son préstamos del Eurosistema a las entidades de contrapartida a un plazo de una semana y con una frecuencia semanal, y, desde junio de 2000 y antes de la crisis, se realizaban mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés variable, con un tipo mínimo anunciado por debajo del cual no se aceptan pujas. La cantidad de fondos que se inyecta la fijaba el Eurosistema de acuerdo con sus estimaciones de las necesidades de liquidez netas del sistema bancario. De este modo, solamente se aceptaba una parte de las peticiones, atendándose primero las que ofrecían un tipo de interés más elevado.

Además de las OPF, están las operaciones de más largo plazo, que son préstamos del Eurosistema a las entidades de contrapartida, que se realizaban con una frecuencia mensual y a un plazo de tres meses. A diferencia de las OPF, no existía un tipo de interés mínimo en estas subastas, que se realizaban también a tipo variable. Estas transacciones pretendían cubrir las necesidades de liquidez de carácter más estructural del sistema bancario y en ellas el Eurosistema actúa como precio-aceptante, por lo que no transmite señales sobre el tono deseado de la política monetaria.

Finalmente, hay que citar también las operaciones de ajuste, que consisten en la inyección o drenaje de fondos a un día, y no tienen un calendario ni frecuencia preestablecidos. En la práctica, estas operaciones se habían venido utilizando en circunstancias en las que se producían cambios imprevistos en las necesidades de liquidez del sistema bancario, especial-

mente durante el final de los períodos de mantenimiento.

En todas las operaciones de préstamo, el Eurosistema exige a las entidades de contrapartida la constitución de unas garantías a favor de éste, cuyo objetivo es el de cubrir el riesgo de crédito. Los activos susceptibles de utilizarse como garantías se publican en una lista que incluye activos de renta fija con una calificación crediticia mínima, aplicándose unos recortes de valoración para cubrirse ante la posibilidad de descensos en los precios negociados. Una característica diferencial del Eurosistema frente a otros bancos centrales, como la Reserva Federal de EE.UU., es la mayor amplitud de valores admitidos antes del inicio de la crisis, ya que incluían, además de la deuda pública, los títulos emitidos por el sector privado, siempre que estuvieran denominados en euros y que tuvieran una calidad crediticia mínima. Otro rasgo diferencial del Eurosistema es el mayor número de entidades que podían participar en las subastas de liquidez en comparación con otros bancos centrales. Concretamente, en julio de 2007, alrededor de 1.700 entidades podían participar en las OPF del Eurosistema, frente a solo 21 instituciones en el caso de las operaciones regulares realizadas por la Reserva Federal.

Por último, las facilidades permanentes permiten a las entidades obtener liquidez (facilidad marginal de crédito) o depositar fondos (facilidad marginal de depósito) a su conveniencia, al plazo de un día. Los tipos de interés de estas operaciones se sitúan, respectivamente, por encima y por debajo del de las OPF, configurando un pasillo por cuyo interior transitará, en condiciones normales, el tipo de interés del mercado monetario a un día (1).

2. El funcionamiento del mercado interbancario y la política monetaria

Tradicionalmente, las entidades gestionan sus necesidades y excedentes de liquidez, que resultan de los desfases diarios entre los pagos y los adeudos a raíz de su operativa, además de acudiendo a las subastas del Eurosistema, mediante el mercado interbancario. En éste, las operaciones se pueden hacer con o sin garantías, siendo la única diferencia el hecho de que en el primer caso (*repos*) el prestamista cuenta con un valor como garantía que le cubre del riesgo de crédito de la operación. En condiciones normales, las entidades gestionan la liquidez fundamentalmente a través del segundo tipo de operativa, ya que es más flexible al no requerir la constitución de garantías. De este modo, las entidades que presentan un exceso de fondos los prestan a aquellas en situación deficitaria. El tramo en el que se registra un mayor volumen de actividad es en el de más corto plazo (día a día), cuyo tipo de interés se aproxima habitualmente a partir del denominado EONIA, que se calcula a partir de las transacciones cruzadas por un panel de bancos representativos. Las características del marco operativo descritas en el epígrafe II.1 determinan que, en condiciones normales, el tipo EONIA tienda a situarse, en media, alrededor del tipo mínimo de las OPF, con unas desviaciones diarias pequeñas (Pérez Quirós y Rodríguez Mendizábal, 2006). Esto es así porque, por una parte, los participantes saben que, dentro de cada período de mantenimiento de reservas, pueden financiarse semanalmente al tipo de las OPF. Por otra, el cumplimiento del requisito de reservas mínimas en términos medios (no día a día), junto con la existencia de las faci-

lidades permanentes, tienden a estabilizar el efecto de las perturbaciones de liquidez sobre los movimientos en el EONIA. La propiedad estabilizadora de las reservas se reduce, no obstante, conforme se acerca el final de cada período de mantenimiento, una vez ha tenido lugar la última OPF dentro de dicho período, por lo que durante los días posteriores los cambios inesperados de liquidez podrían generar volatilidad en el EONIA. Normalmente, esa volatilidad al final de cada período de mantenimiento no se transmitía significativamente al resto de la curva de tipos de interés (Alonso y Blanco, 2005; Nautz y Offermanns, 2008).

En el resto de los tramos del mercado interbancario la actividad tiende a ser menor cuanto más largo es el plazo. En estas operaciones, el tipo de interés se determina principalmente en función de las expectativas de la evolución del EONIA durante el plazo relevante. Para aproximar los tipos de interés a esos plazos, se utilizan generalmente los tipos EURIBOR, que se calculan a partir de los precios declarados por el mismo panel de bancos con el que se calcula el EONIA. De este modo, el EONIA constituye un tipo de interés central en la transmisión de las decisiones de política monetaria, en la medida en que el resto de la curva del mercado interbancario se determina a partir de las expectativas de su evolución. Y son precisamente los tipos EURIBOR los que condicionan los tipos de interés activos y pasivos que fijan las entidades a su clientela, que son los precios relevantes para las decisiones de gasto de los agentes. Todo ello pone de manifiesto la importancia que tiene el buen funcionamiento de estos mercados para la política monetaria.

Unos productos estrechamente relacionados con los préstamos

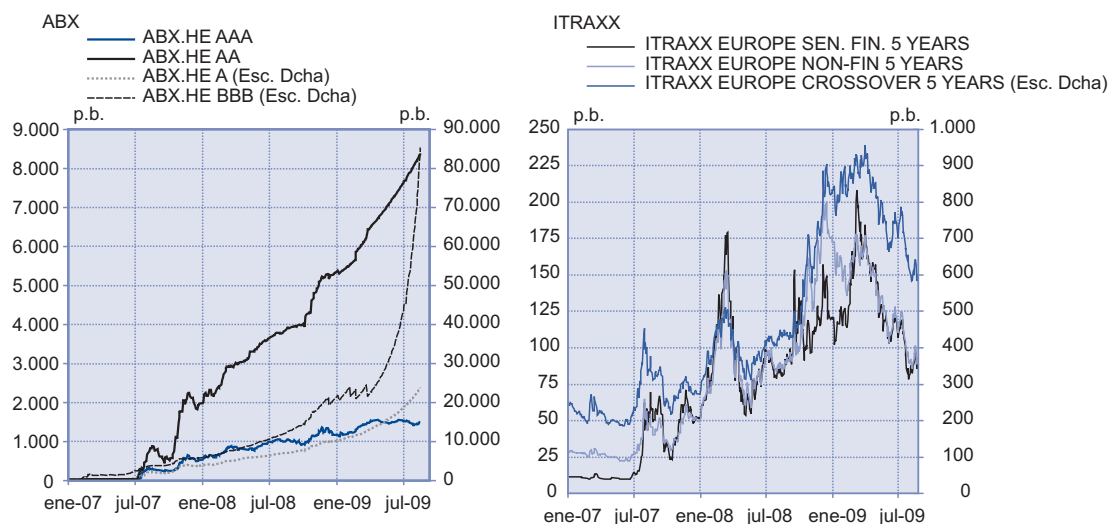
interbancarios a muy corto plazo son los denominados EONIA *swaps*. Se trata de instrumentos derivados en los que una de las partes se compromete a pagar un tipo de interés fijo a cambio de recibir el tipo EONIA durante el plazo de vida del contrato. Se negocian desde una semana hasta 24 meses. La operación se liquida por diferencias y no implica el desembolso de cantidades. De este modo, los precios de estos activos reflejan el valor promedio esperado por el mercado del EONIA durante el plazo de vida del contrato, por lo que constituyen una fuente de información importante para aproximar las expectativas del mercado sobre la evolución de los tipos de interés oficiales.

III. LA PRIMERA FASE DE LA CRISIS FINANCIERA (AGOSTO 2007-SEPTIEMBRE 2008)

El repunte de la morosidad de las hipotecas *subprime* en EE.UU., que se observó a lo largo de 2006, empezó a afectar de forma importante a los mercados de titulización de activos durante la primera parte de 2007 al revisar a la baja los participantes la valoración de estos instrumentos (véase gráfico 1). El resto de los mercados de renta fija también se vio afectado, especialmente en el caso de los títulos emitidos por instituciones financieras, dada la exposición que mantenían algunos de estos emisores a los productos vinculados a las hipotecas *subprime*, lo que se reflejó en una ampliación de los diferenciales de rentabilidad.

Estos desarrollos terminaron afectando también al funcionamiento del mercado monetario sin garantías, ya que los bancos empezaron a estar menos dispuestos a prestar fondos, especialmente en

GRÁFICO 1
ÍNDICES DE RIESGO DE CRÉDITO



Nota: Último dato: ABX, 14-ago-09. ITRAXX, 31-ago-09.
Fuentes: Bloomberg, Datastream y JPMorgan.

los plazos más largos, dada la mayor percepción de los riesgos de crédito y de liquidez en estas operaciones. El incremento en el riesgo de crédito recogía la preocupación creciente y la incertidumbre sobre la solvencia de la contrapartida asociada a las posibles exposiciones de éstas a los productos cuyas valoraciones se habían visto más afectadas por las tensiones. Por su parte, el mayor riesgo de liquidez recogía la creciente incertidumbre sobre las necesidades futuras de fondos de las entidades, en un contexto en el que algunos participantes tuvieron que hacer frente a compromisos de liquidez vinculados con vehículos que habían creado fuera de balance (2).

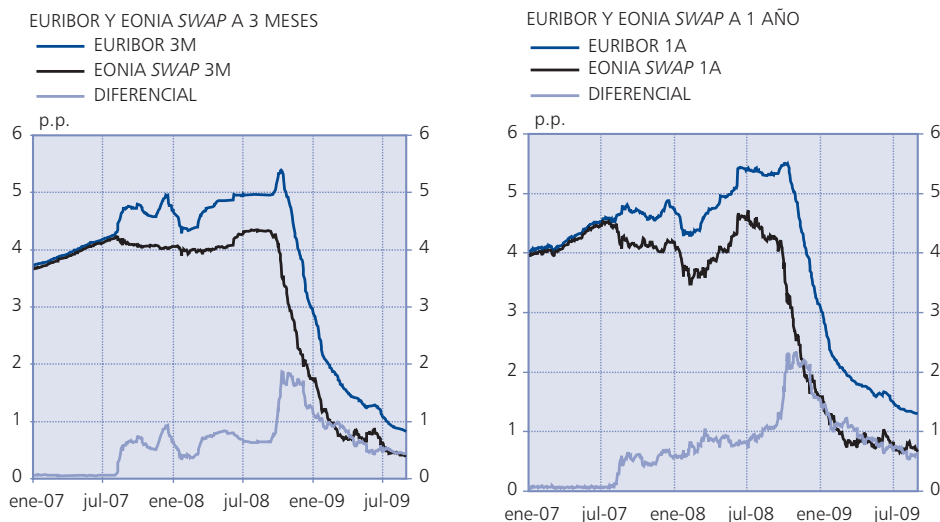
De este modo, el tipo de interés de las operaciones sin garantías tendió a elevarse, inicialmente incluso en el tramo más corto de la curva, y lo hizo en mayor medida en los plazos más largos, lo que recogía la existencia de unas mayores primas de riesgo (véase gráfico 2). Ante estos

acontecimientos, el BCE reaccionó introduciendo algunos cambios en el suministro de liquidez (3). Así, inicialmente inyectó temporalmente un importe de fondos extraordinario utilizando el instrumento de las operaciones de ajuste. Por otra parte, tal como se observa en el gráfico 3, suministró volúmenes de liquidez más elevados al comienzo de los períodos de mantenimiento para atender a la mayor preferencia de las entidades por mantener un nivel de reservas superior a la media durante esas fechas. Esta estrategia de *frontloading* por parte de las entidades puede entenderse como una política de cobertura frente al riesgo de perturbaciones negativas de liquidez durante el resto del período de mantenimiento. También tendió a aumentar el peso de las operaciones a más largo plazo (véase gráfico 4) con el fin de mitigar los efectos del creciente riesgo de liquidez percibido por los participantes. Esta última medida se llevó a cabo mediante la introducción de

subastas extraordinarias a tres meses (en septiembre de 2007) y la creación de subastas a seis meses (en abril de 2008), hasta entonces inexistentes. Por otra parte, ante las dificultades para obtener financiación en dólares por parte de los bancos europeos, el Euro-sistema empezó a realizar subastas en dicha moneda, operativa que se instrumentalizó mediante un acuerdo con la Reserva Federal por el cual esta institución proporcionaba los dólares al Euro-sistema a través de una operación *swap*.

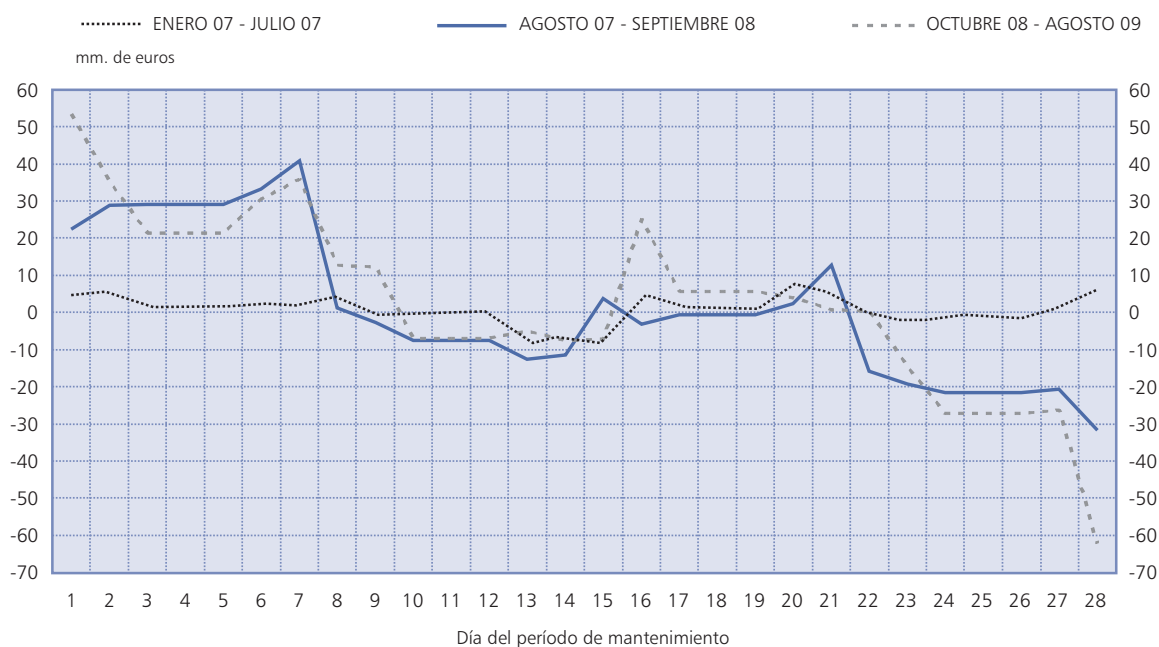
A finales de 2007, las tensiones en los mercados interbancarios se agudizaron ante la preocupación de los participantes por la escasez de liquidez al cierre de año. En respuesta a estas perturbaciones, el BCE reaccionó mediante un suministro abundante de liquidez y la extensión del plazo de la última subasta semanal del año a dos semanas, en la que se atendieron todas las peticiones por encima de un tipo de interés determinado.

GRÁFICO 2
TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO



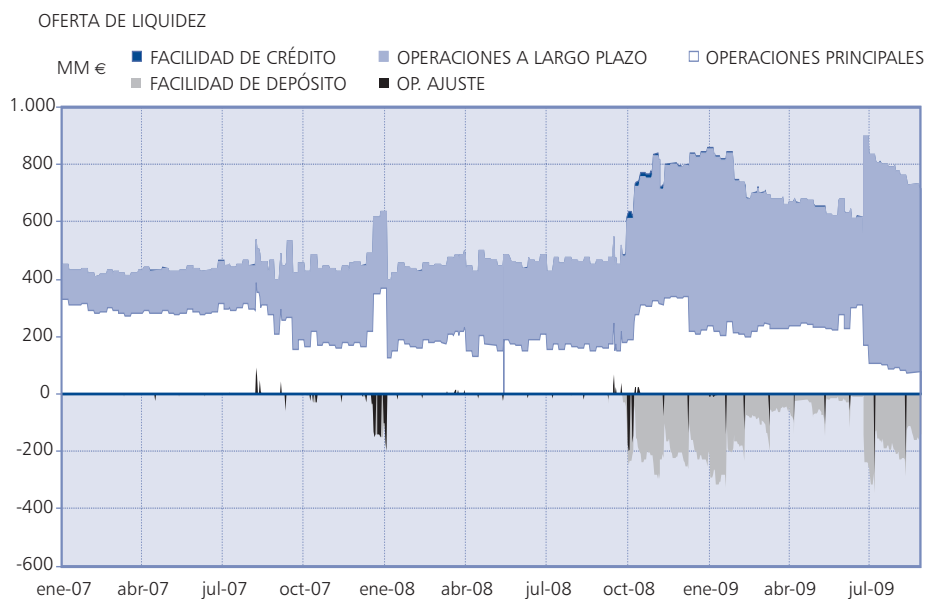
Nota: Último dato: 31-ago-09.
Fuente: Banco Central Europeo.

GRÁFICO 3
EXCEDENTE /DÉFICIT DE RESERVAS. MEDIA DIARIA DENTRO DE CADA PERÍODO DE MANTENIMIENTO



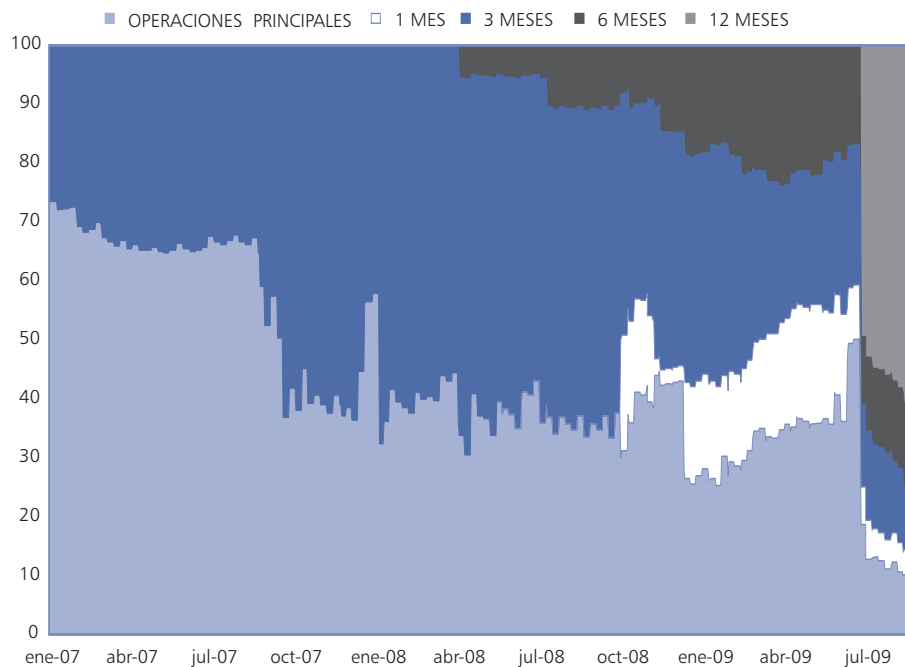
Notas: (a) La serie enero 07 - julio 07 muestra la media de cuatro períodos de mantenimiento de 28 días.
(b) Las series agosto 07 - septiembre 08 y octubre 08 - agosto 09 reflejan el promedio de nueve períodos de mantenimiento de 28 días.
(c) Último dato: 14-ago-09.
Fuente: Banco Central Europeo.

GRÁFICO 4
OPERACIONES VIVAS DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ POR PLAZO



INYECCIÓN DE LIQUIDEZ POR PLAZO. En % del total de inyección bruta

Porcentaje



Nota: Último dato: 28-ago-09.
Fuente: Banco Central Europeo.

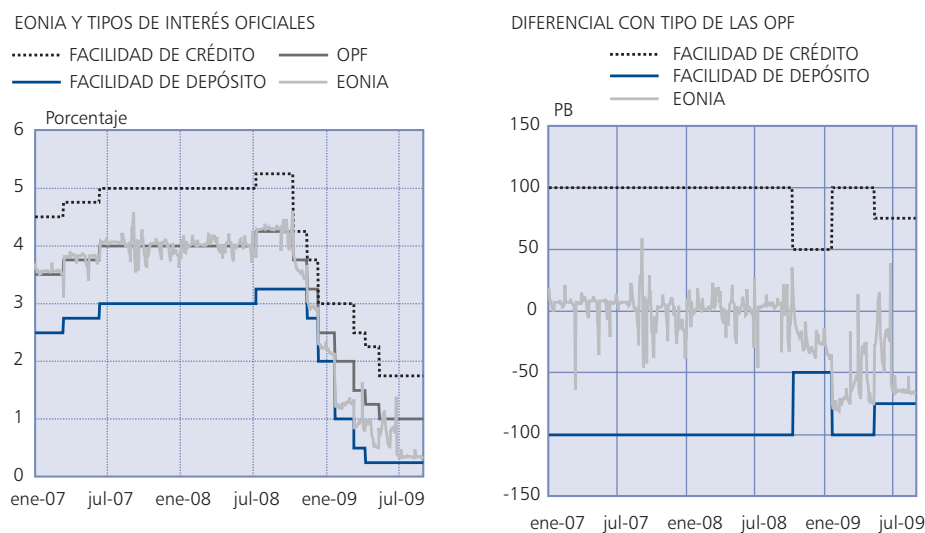
La flexibilidad del marco operativo permitió acomodar los cambios de forma rápida y sin que fuera necesaria una reforma importante de éste. Además, ello no implicó un aumento de la liquidez global suministrada por el Eurosistema ni, por tanto, un incremento del tamaño de su balance. Como se puede observar en los gráficos 3 y 4, los cambios afectaron, más que al volumen medio de liquidez, a su distribución en el tiempo dentro de cada período de mantenimiento y a su composición por plazos.

A diferencia de lo ocurrido en otros bancos centrales, durante este período no fue necesario introducir cambios ni en la lista de activos de garantía aceptados ni en el número de contrapartidas que podían acudir a las subastas.

Los cambios introducidos permitieron que el tramo más corto del mercado interbancario continuara funcionando con relativa normalidad, de modo que el tipo EONIA, que, como se ha comentado en el epígrafe II.2 desempeña

un papel importante en la formación de los tipos de interés de la curva del mercado monetario, se mantuvo en media próximo al tipo mínimo de las OPF (véanse gráfico 5 y cuadro n.º 1). Así, entre agosto de 2007 y mediados de octubre de 2008 el EONIA se situó en media solamente un punto básico (pb) por encima del tipo mínimo de las OPF, una distancia incluso inferior a la del período comprendido entre enero y julio de 2007 (6pb). Sin embargo, la volatilidad, aproximada por la desviación típica de la dife-

GRÁFICO 5
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



Nota: Último dato: 31-ago-09.
Fuente: Banco Central Europeo.

CUADRO N.º 1

DIFERENCIAL ENTRE EL EONIA Y EL TIPO DE LAS OPF Y EL VOLUMEN NEGOCIADO EN EL MERCADO INTERBANCARIO A UN DÍA SIN GARANTÍAS

	EONIA - Tipo OPF Media (pb)	EONIA - Tipo OPF Desviación típica (pb)	Volumen negociado Media diaria (mm. euros)
EONIA - Tipo OPF	5,5	7,9	43,9
2 de enero de 2007 - 8 de agosto de 2007.....	1,0	12,9	51,6
9 de agosto de 2007 - 15 de octubre de 2008.....	-40,7	24,4	38,9
16 de octubre de 2008 - 24 de junio de 2009.....	-64,3	3,1	30,7
25 de junio de 2009 - 31 de agosto de 2009.....			

Último dato disponible: 31 de agosto de 2009
Fuentes: Bloomberg y Banco Central Europeo.

rencia entre ambas series, casi se duplicó. Asimismo, el volumen negociado a ese plazo, aproximado por las operaciones cruzadas por el panel de bancos participantes en el EONIA, lejos de descender, incluso aumentó en comparación con el período previo (véanse gráfico 6 y cuadro n.º 1).

No obstante, en las OPF se amplió el diferencial de los tipos marginal y medio frente al mínimo, lo que significa que las entidades que acudían a estas operaciones se financiaban a un tipo de interés incluso superior al del mercado sin garantías (véase gráfico 7). Esto parecía reflejar que algunos participantes estaban dispuestos a pagar una prima por asegurarse financiación del Eurosistema ante la incertidumbre de no poder obtenerla en el mercado, lo que pone de manifiesto que, incluso en el tramo corto de la curva, algu-

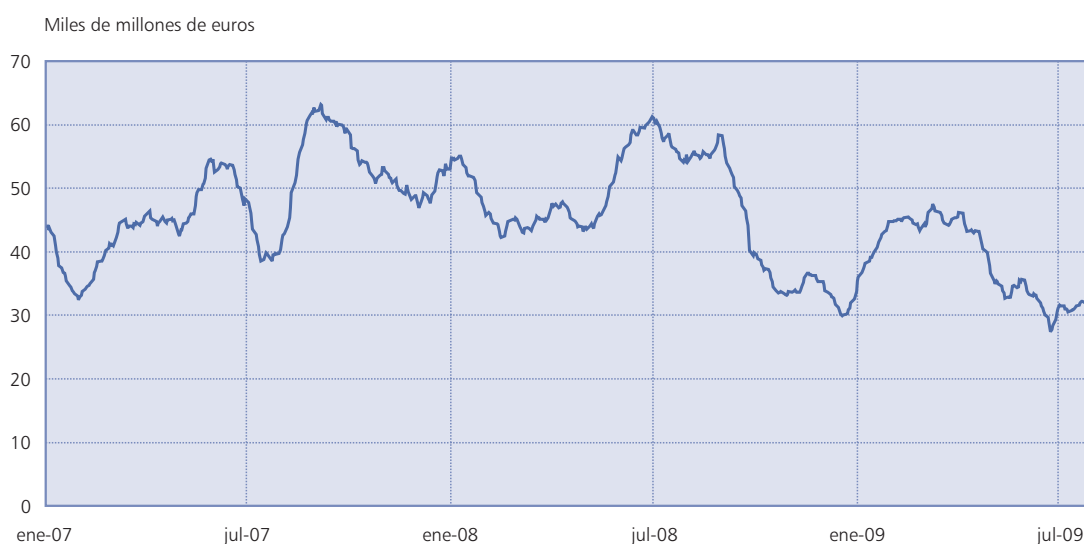
nas entidades podían estar encontrando dificultades de financiación.

Además, en los plazos más largos, los tipos de interés de las operaciones sin garantías se mantuvieron muy por encima de los de las transacciones con garantías o de los del EONIA *swap* al mismo plazo (véase gráfico 2). El diferencial entre ambos tipos de interés recoge la existencia de primas de riesgo de crédito y de liquidez asociadas a las operaciones de préstamo sin garantías, ya que en el EONIA *swap*, en la medida en que no existe desembolso inicial de fondos, este tipo de riesgos son mucho menos relevantes (4).

La separación entre ambas primas de riesgo no resulta sencilla, en parte porque los dos riesgos no son independientes entre sí. Una forma de aproximar la prima asociada al riesgo de crédito, uti-

lizada por algunos analistas, es a partir de las cotizaciones de los seguros de riesgo crediticio (*credit default swap* o CDS, en la terminología anglosajona) de los bancos participantes en el panel del Euribor, ya que el precio de estos contratos recoge precisamente el precio de ese tipo de riesgo. Una limitación de estos ejercicios es que, en un contexto de tensiones en los mercados financieros, el precio de estos instrumentos podría medir con error la prima de riesgo crediticio, por lo que los resultados hay que tomarlos como una aproximación. Otra dificultad del ejercicio es elegir cuál es el estadístico apropiado de la distribución de estas primas, ya que en momentos de tensión no es en absoluto descartable que los mercados discriminen incluso entre las entidades *prime* que forman parte del panel. Tal como se puede observar en el gráfico 8, no

GRÁFICO 6
VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO INTERBANCARIO A UN DÍA SIN GARANTÍAS (a)



Notas: (a) Media móvil de 20 días.

(b) Último dato: 31-ago-09.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 7
DIFERENCIAL EN LAS SUBASTAS DE LAS OPF



Nota: Último dato: 8-oct-08.

Fuente: Banco Central Europeo.

obstante, hasta septiembre de 2008 la dispersión entre los precios de los CDS a un año, aproximada por la distancia entre los percentiles 90 y 10 de su distribución, no fue excesivamente elevada, exceptuando el repunte que se observó en marzo de 2008.

Por su parte, la dispersión de los tipos de interés a un año comunicados por los bancos que forman parte del panel del Euribor, medida igualmente como la distancia entre los percentiles 90 y 10, fue muy reducida, salvo en algunos períodos puntuales, en los que se observaron repuntes, y notablemente inferior a la de las primas de los CDS (véase gráfico 8). Este resultado tiene sentido, ya que los tipos comunicados por los bancos del panel Euribor indican los precios a los que dichas entidades están dispuestas a prestar a un banco *prime* representativo (esto

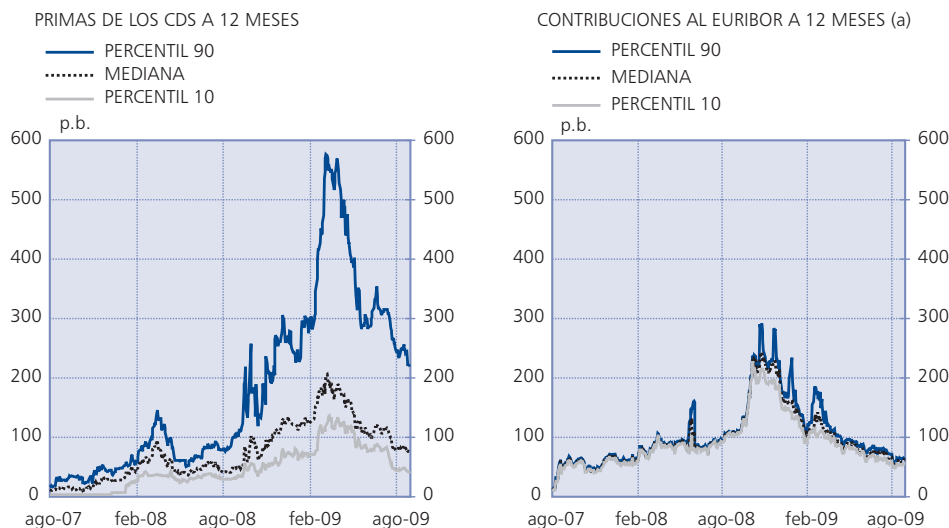
es, un teórico banco medio o mediano), mientras que las primas de los CDS indican el precio del riesgo de crédito de cada uno de los bancos individualmente considerado. La reducida dispersión de los tipos de interés sugiere que estos participantes cargaban primas similares por prestar a bancos *prime*, y que su concepto de banco *prime* es similar.

Con el fin de aproximar la importancia relativa del componente riesgo de crédito en la prima de riesgo incorporada en el Euribor a 1 año, en el gráfico 9 se presenta la evolución del diferencial entre el Euribor y el EONIA *swap* a ese plazo, junto con el promedio y percentil 10 de la distribución de las primas de los seguros de riesgo de crédito del panel de bancos participantes en el Euribor. Se observa cómo la prima por riesgo de crédito, aproximada tanto por el

promedio como por el percentil 10 de la distribución, se situó durante la mayor parte del período comprendido entre agosto de 2007 y septiembre de 2008 claramente por debajo del diferencial entre el Euribor a un año y el EONIA *swap*. Este resultado parece sugerir que el riesgo de crédito no explicaba completamente el nivel de los tipos Euribor, de modo que los factores relacionados con la preferencia por la liquidez debieron también jugar un papel, a pesar de los cambios introducidos por el BCE en la provisión de fondos.

El hecho de que los tipos Euribor incorporasen una prima de riesgo elevada y variable implica que el tipo de interés relevante para la determinación del gasto tendió a apartarse de las decisiones de política monetaria, lo que introdujo una mayor dificultad en este tipo de decisiones. Así, tal como se

GRÁFICO 8
DISPERSIÓN DE LAS COTIZACIONES DEL EURIBOR Y DE LAS PRIMAS DE LOS CDS A 12 MESES



Notas: (a) Diferencias sobre el EONIA swap a 12 meses
(b) Último dato: 31-ago-09.
Fuentes: Reuters, Datastream y Banco Central Europeo.

GRÁFICO 9
DIFERENCIAL EURIBOR - EONIA SWAP A 1 AÑO



Notas: (a) Calculado como la media de las primas de los CDS a 1 año sobre los bancos que determinan el tipo de interés del euribor.
(b) Calculado como el percentil 10 de las primas de los CDS a 1 año sobre los bancos que determinan el tipo de interés del euribor.
(c) Último dato: 31-ago-09.
Fuentes: Datastream y Banco Central Europeo.

observa en el gráfico 2, entre agosto de 2007 y septiembre de 2008, los movimientos en los tipos Euribor, especialmente en el plazo de tres meses, reflejaban en mayor medida cambios en la prima de riesgo que variaciones en las expectativas de tipos de interés (aproximadas por el EONIA swap).

IV. LA SEGUNDA FASE DE LA CRISIS FINANCIERA (DESDE SEPTIEMBRE DE 2008)

1. Los cambios en el marco operativo del Eurosistema tras la quiebra de Lehman Brothers

La quiebra de Lehman Brothers generó un agravamiento de la crisis financiera, que se reflejó en una profundización de las tensiones en los mercados asociada a un aumento de la percepción de riesgo sistémico. El mercado interbancario re-

sultó especialmente afectado, ya que la desconfianza de los participantes llevó a su práctica paralización, incluso en el tramo más corto de la curva. Algunas entidades, ante la imposibilidad de obtener fondos en el mercado, tendieron a realizar pujas más agresivas en las subastas de las OPF, de modo que aumentó notablemente el diferencial de los tipos marginal y medio frente al mínimo (véase gráfico 7).

Los diferenciales entre los tipos Euribor y los de los EONIA *swap* tendieron a elevarse bruscamente hasta situarse en niveles próximos a los 200 pb (en el tramo de tres meses), o incluso superiores a esta cota en el plazo de un año (véase gráfico 2).

Tal como se observa en el gráfico 9, el repunte del diferencial entre el Euribor y el EONIA *swap* al plazo de un año fue inicialmente más marcado que el incremento de la prima de riesgo crediticia, aproximada tanto por el promedio de las primas de los seguros de riesgo crediticio como del percentil 10 de la distribución. Ello parece indicar que los factores ligados con la liquidez jugaron un papel importante en esta evolución. Por otra parte, la ampliación de la distancia entre los percentiles 90 y 10 de la distribución de las primas de los CDS, entre septiembre de 2008 y marzo de 2009, ilustra la mayor discriminación del mercado sobre la calidad crediticia de los bancos participantes en el panel del Euribor durante este período (véase gráfico 8). Se observa además cómo la distribución de estas primas se volvió más asimétrica, aumentando la cola de la derecha, lo que pone de manifiesto que el promedio de estas cotizaciones es un estimador sesgado al alza de la prima de riesgo crediticio implícita en el Euribor.

El BCE reaccionó a estas perturbaciones realizando cambios de mayor calado en el marco operativo. Así, a finales de septiembre de 2008 se anunció la introducción de una nueva operación de financiación a un plazo equivalente a la duración del período de mantenimiento. Posteriormente (octubre de 2008), las subastas de las OPF se empezaron a realizar a tipo fijo y con adjudicación plena (procedimiento que se extendió al resto de las operaciones de financiación). Asimismo, se redujo, de forma temporal, simétricamente a la mitad la amplitud del diferencial entre los tipos de interés de las facilidades permanentes (véase gráfico 5) y se amplió la lista de activos que se admitían como garantía.

Estas medidas iban encaminadas a asegurar que todas las entidades conseguían obtener la liquidez que precisaban en un contexto en el que el sistema bancario dejó de desempeñar la función de distribución de ésta. De este modo, el Eurosistema pasó a realizar esta función directamente, por lo que, en lugar de limitarse a inyectar el volumen necesario para cubrir las necesidades netas del sistema, como venía haciendo hasta entonces, tuvo que proporcionar el montante bruto de fondos, ya que las entidades con excedentes no estaban dispuestas a prestar los recursos sobrantes a las que se encontraban en una situación deficitaria. Estas últimas pasaron a cubrir sus necesidades acudiendo a las subastas del Eurosistema, mientras que las primeras depositaron sus excedentes en la facilidad de depósito (véase gráfico 4). Ello se reflejó en un aumento importante del balance del Eurosistema, si bien, en términos netos (restando el drenaje de fondos a través de la facilidad de depósito), la financiación concedida se elevó en menor medida.

Por otra parte, ante las dificultades de algunas entidades europeas de conseguir financiación en francos suizos, el BCE y el Banco Nacional de Suiza anunciaron conjuntamente que comenzarían a proporcionar liquidez en dicha divisa mediante operaciones *swap*.

Los cambios en el marco operativo tuvieron algunos efectos importantes sobre el tipo EONIA, que tendió a situarse, en media, por debajo del tipo de las OPF, evolución que vino acompañada de una mayor volatilidad (véanse gráfico 5 y cuadro número 1). Concretamente, entre el 16 de octubre de 2008 y el 24 de junio de 2009 el diferencial medio entre ambos fue de -40 pb, y la desviación típica casi se duplicó en comparación con el período comprendido entre el 9 de agosto de 2007 y el 15 de octubre de 2008.

El hecho de que el EONIA se situara por debajo del tipo de las OPF refleja que, tras los cambios en el marco operativo, el tipo de las OPF sustituyó, de facto, al tipo de la facilidad permanente de crédito como límite superior de la banda sobre la que debería situarse el tipo de interés a un día; un resultado comprensible, dado que con el nuevo sistema de subasta al tipo de las OPF las entidades podían obtener toda la liquidez que demandaban. Nótese, no obstante, que esta discrepancia entre el EONIA y el tipo de las OPF dificulta considerablemente la extracción de las expectativas de tipos oficiales a partir de los contratos EONIA *swap*, ya que es preciso realizar supuestos, difíciles de verificar, sobre las expectativas del mercado sobre el diferencial del EONIA con el tipo de las OPF.

La actividad en el mercado interbancario de depósitos a un día sin garantías, aproximadas por el volumen de transacciones de los bancos del panel EONIA, se redu-

jo sustancialmente durante este período, tal como se observa en el gráfico 6, lo que refleja el menor papel de los mercados en la distribución de la liquidez del sistema.

Por otra parte, el agravamiento de las tensiones tras la quiebra de Lehman Brothers desembocó en un abrupto deterioro de las perspectivas macroeconómicas, lo que, junto con el retroceso de los precios de las materias primas, contribuyó a disipar los riesgos inflacionistas. En este contexto, el BCE redujo los tipos de intervención varias veces (véase gráfico 5), descensos que se transmitieron a lo largo de toda la curva del mercado interbancario.

Las medidas tomadas por las autoridades monetarias, junto con los planes de rescate anunciados por los gobiernos, dentro y fuera del área del euro, terminaron teniendo un efecto positivo sobre la confianza de los agentes. Ello se reflejó en el descenso de las peticiones de fondos en las subastas y del recurso a la facilidad de depósito, en la recuperación de la actividad en los mercados monetarios a corto plazo y en reducciones de los diferenciales entre los tipos Euribor y los de los EONIA swap (véanse gráficos 2, 4 y 6). Por otra parte, en el gráfico 9 puede observarse cómo, en el plazo de un año, desde principios de 2009 dicho diferencial ha tendido a venir explicado fundamentalmente por el riesgo de crédito, lo que sugiere que la preocupación de los mercados por la liquidez tendió a disiparse.

2. Las medidas de apoyo al crédito anunciadas en mayo de 2009

El mercado deterioro de las perspectivas económicas, la per-

sistencia de las tensiones en los mercados financieros y los niveles extraordinariamente bajos alcanzados por los tipos de interés oficiales del Eurosistema configuraban un escenario particularmente complejo para las autoridades monetarias. En particular, aunque en los mercados monetarios aparecían signos de mejora, la transmisión de esas mejoras a otros tipos de interés más próximos a las decisiones de gasto, e incluso las cantidades negociadas en mercados importantes para la financiación del crédito, como por ejemplo el de *covered bonds*, del que forman parte las cédulas hipotecarias y territoriales españolas, continuaban evidenciando problemas. En estas condiciones, en mayo de 2009 el Consejo de Gobierno del BCE decidió dos nuevas medidas extraordinarias de política económica: anunciar un programa de compra de *covered bonds* y la introducción de una nueva operación de financiación al plazo de un año que, como el resto de operaciones de este tipo, se instrumentaría mediante subastas a tipo fijo y con adjudicación plena (5).

Tras el anuncio de la compra de *covered bonds*, se observó una pauta descendente en el diferencial de rentabilidad de estos instrumentos (véase gráfico 10), evolución a la que también contribuyó la recuperación de la confianza de los inversores, como se pone de manifiesto en la caída de las primas de riesgo de la mayoría de los activos financieros (véase gráfico 1). También se ha observado una recuperación en las emisiones, especialmente en las de volumen elevado (*jumbo*) realizadas en el mercado, ya que desde la quiebra de Lehman Brothers y hasta el mes de abril las emisiones con estos instrumentos se venían haciendo mayoritariamente de forma privada por unos importes reducidos.

La primera subasta al plazo de 1 año se realizó el 24 junio de 2009, y la demanda de fondos fue muy elevada, de modo que el volumen bruto de liquidez suministrado por el Eurosistema volvió a situarse muy por encima de las necesidades netas del sistema bancario. Nuevamente, los fondos excedentarios volvieron a depositarse en la facilidad de depósito, que aumentó hasta un nivel de alrededor de 200 millones de euros, se redujo la actividad en el mercado de depósitos sin garantías a un día y descendió el tipo EONIA hasta aproximarse al de la facilidad de depósito (véanse gráficos 4, 5 y 6).

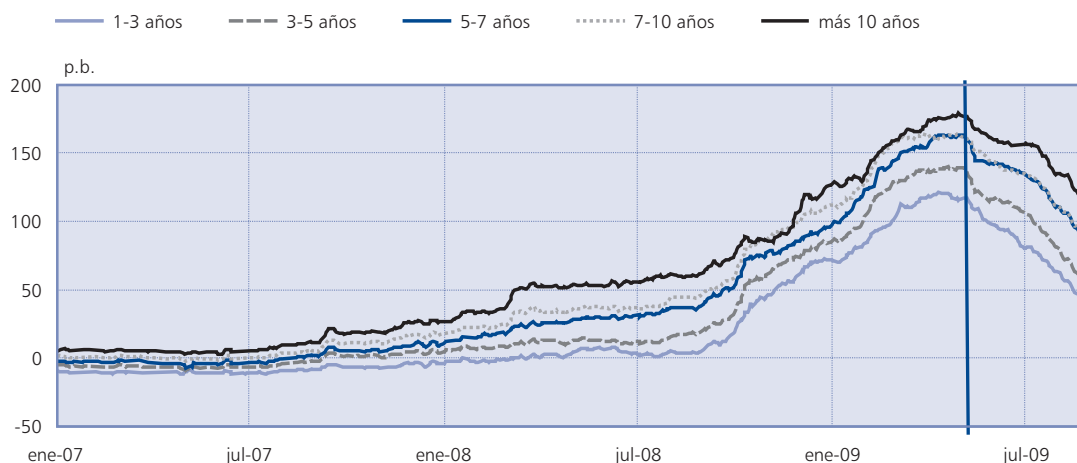
Tras el anuncio y la puesta en marcha de estas medidas, se observó asimismo un descenso de los tipos de interés del mercado monetario tanto en los plazos cortos como en los largos y tanto en las operaciones con garantías como en las que no cuentan con garantías (véase gráfico 2). Nótese que el aplanamiento de la curva de tipos de interés es uno de los objetivos habituales de las medidas extraordinarias de política monetaria que se adoptan cuando el margen disponible para las medidas ordinarias se reduce o, eventualmente, desaparece.

V. LECCIONES Y RETOS

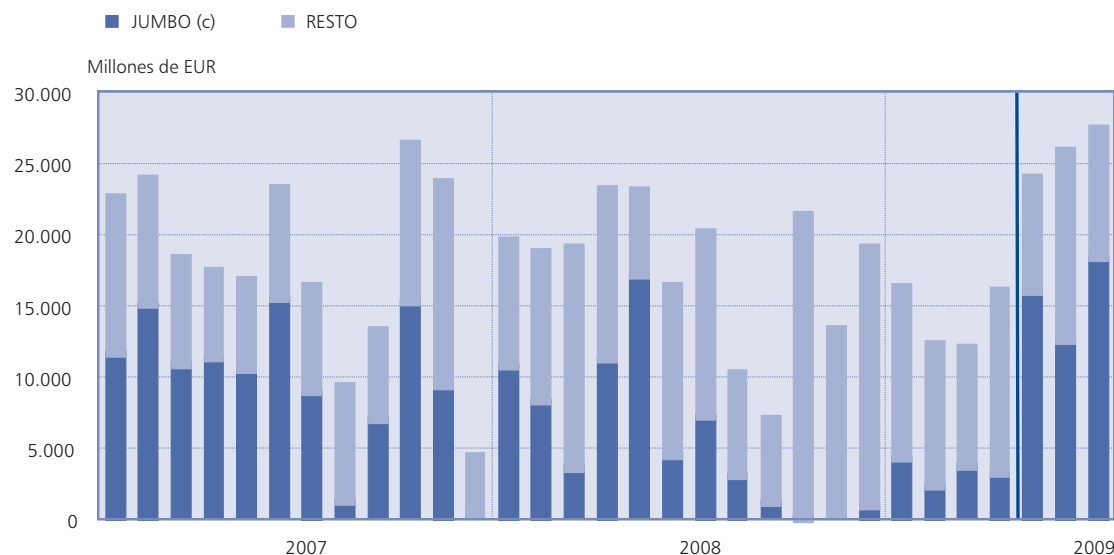
La crisis financiera que se inició durante el verano de 2007 ha afectado notablemente al funcionamiento de los mercados monetarios mundiales. Dada la importancia de éstos para la política monetaria, los bancos centrales han reaccionado modificando sus marcos operativos. En este artículo se han revisado estos desarrollos en el caso del Eurosistema, y se ha mostrado cómo la rápida reacción y la flexibilidad de su marco operativo permitieron, durante la primera fase

GRÁFICO 10
COVERED BONDS: DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD Y EMISIONES (a)

DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD FRENTE AL TIPO SWAP (b)



VOLÚMENES DE EMISIÓN



Notas: (a) La línea de color | corresponde con la fecha del anuncio de la compra de *covered bonds* (7 de mayo de 2009).
 (b) Media móvil de cinco días.
 (c) Calificación dada a aquellas emisiones cuyo volumen total es superior a 1.000 millones de euros.
 (d) Último dato: rentabilidad, 31-ago-09. Emisiones, 31-jul-09.
 Fuentes: Datastream y Dealogic.

de la crisis, enfrentarse con razonable éxito a los problemas.

Desde esta perspectiva, la comparación con otras experiencias

parece apuntar que una de las lecciones que se pueden extraer ya de este episodio es que un número amplio de contrapartidas, unas listas de activos de garantía acep-

tables suficientemente diversificadas y un marco lo bastante flexible como para acomodar cambios sustanciales en el patrón temporal de la demanda de liquidez (sin

que necesariamente conlleven variaciones en la cantidad total) son características deseables de cualquier marco operativo de política monetaria.

Más tarde, la agudización de la crisis tras la quiebra de Lehman Brothers hizo necesario introducir reformas de mayor calado, entre las que cabe incluir medidas de las denominadas extraordinarias. Aunque los primeros síntomas son, en general, positivos, es pronto aún para evaluar el resultado de estas reformas, evaluación que, por otro lado, será necesaria para diseñar estrategias de retirada de las medidas excepcionales introducidas a fin de estar en disposición de implementarlas cuando la situación de la economía y de los mercados así lo requieran.

En este sentido, y en lo que concierne al marco operativo de la política monetaria del Eurosistema, la experiencia de esta crisis ofrece elementos útiles para alimentar una reflexión sobre la conveniencia de mantener o retirar algunos de los cambios introducidos. Así, por ejemplo, desde octubre de 2008 se dispone de un interesante campo de pruebas para una nueva modalidad de subastas –tipo fijo con adjudicación plena– defendido por algunos autores frente al sistema previo de subastas a tipo variable con tipo mínimo preanunciado. Es interesante recordar que la transición a este último desde un sistema de subastas a tipo fijo, pero con prorrateo de las cantidades, tuvo lugar en medio de un interesante debate (6).

Otra área sobre la que se dispone ahora de mayor información cuantitativa para sustentar el análisis es la que se refiere a la distribución óptima de la oferta de liquidez por plazos, un tema sobre el que no existe demasiada literatura (7). La provisión de un

cierto volumen de fondos más allá del muy corto plazo ha mostrado que puede presentar algunas ventajas para el funcionamiento de los mercados monetarios, pero también cabe plantearse si el volumen de las operaciones a más corto plazo debe superar un cierto nivel crítico mínimo para que los bancos centrales sigan pudiendo controlar la formación de los tipos de interés de mercado a esos horizontes.

En esta misma línea, el Eurosistema ha puesto en práctica tres anchuras diferentes para el pasillo formado por los tipos de interés de las facilidades permanentes, que se ha mantenido no obstante simétrico con respecto al tipo de las OPF. Entre el 22 de enero y el 8 de abril de 1999, sin embargo, este pasillo fue asimétrico. Éste es otro caso, pues, en el que, como resultado de las medidas adoptadas, ha aumentado el conjunto de información disponible para contrastar empíricamente la validez de algunas de las conclusiones que cabe extraer de las distintas formulaciones teóricas disponibles sobre la configuración óptima de este pasillo (8).

NOTAS

(*) Los autores agradecen a Francisco Alonso y Arturo Fraile su ayuda en la preparación de los cuadros y gráficos. Las opiniones aquí expresadas son exclusivamente las de los autores, y no tienen por qué coincidir necesariamente ni con las del Banco de España ni con las del Eurosistema.

(1) Para más detalles sobre el marco operativo, puede consultarse BCE (2008).

(2) Se trata de los denominados *conduits* y *SIV* (*Structured Investment Vehicles*). Estos vehículos habían emitido valores a corto plazo (denominados *Asset Backed Commercial Paper*) respaldados por activos a largo plazo que incluían instrumentos vinculados a las hipotecas *subprime* de EE.UU. Ante la imposibilidad de renovar las emisiones, las entidades promotoras de estos vehículos se vieron obligadas a proporcionarles liquidez.

(3) Para más detalles, véanse MILLARUELO (2009) y BCE (2009).

(4) Estos riesgos están, no obstante, incorporados en las cotizaciones del EONIA *swap* en la medida en que los recoja el EONIA. No obstante, dado el corto plazo de estas operaciones (un día) los riesgos son, generalmente, muy reducidos.

(5) También se decidió admitir al Banco Europeo de Inversiones como entidad de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema.

(6) Véase, por ejemplo, VÄLIMÄKI (2001) para una defensa de las subasta a tipo fijo con adjudicación plena. Otras referencias útiles en este debate sobre el sistema óptimo de subasta para la liquidez del Eurosistema son AYUSO y REPULLO (2003), BINDSEIL (2005) y NAUTZ y OECHSSLER (2003).

(7) En VÄLIMÄKI (2008) puede encontrarse un análisis de los efectos de la reducción del plazo de las OPF en marzo de 2004.

(8) PÉREZ QUIRÓS y RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL, 2009.

BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO, F., y R. BLANCO (2005), «Is the volatility of the EONIA transmitted to longer-term euro money market interest rates?», *Documento de Trabajo 0541*, Banco de España.
- AYUSO, J., y R. REPULLO (2003), «A model of the open market operations of the European Central Bank», *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 113 (490): 883-902.
- BCE (2008), *La aplicación de la política monetaria en la zona del euro. Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*.
- (2009), «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», *Boletín mensual*, julio.
- BINDSEIL, U. (2005), «Over- and underbidding in central bank open market operations conducted as fixed rate tenders», *German Economic Review*, vol 6 (2): 95-130.
- MILLARUELO, A. (2009), «La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera». *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- NAUTZ, D., y OECHSSLER, J. (2003), «The repo auctions of the European Central Bank and the vanishing quota puzzle», *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 105 (2): 207-220.
- NAUTZ, D., y OFFERMANN, C. J. (2008). «Volatility transmission in the European money market», *The North American Journal of Economics and Finance*, vol 19 (1): 23-39.
- PÉREZ QUIRÓS, G., y RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL, H. (2006), «The daily market for funds in Europe: what has changed with the EMU?», *Journal of Money, Credit and Banking*, 38 (1): 91-118.

<p>— (2009), «Asymmetric standing facilities: an unexploited monetary policy tool?», mimeo.</p>	<p>VÄLIMÄKI, T. (2001), «Fixed rate tenders and the overnight money market equilibrium», <i>Bank of Finland Working Paper n.º 8/2001</i>.</p>	<p>— (2008), «Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?», <i>ECB Working Paper 981</i>.</p>
---	---	---

Resumen

La actividad de titulización se expandió de forma espectacular en el periodo previo al comienzo de la crisis crediticia, en términos de actividad y en el número y la complejidad de los instrumentos empleados. La reciente crisis financiera ha mostrado las vulnerabilidades de los mercados de titulización, dañando el funcionamiento de los mercados de crédito. Este artículo presenta someramente el desarrollo en las actividades de titulización en la Zona Euro, resaltando las implicaciones de la política monetaria y la estabilidad financiera, las actuales iniciativas del Eurosistema para recopilar y ofrecer estadísticas sobre titulización, e iniciativas regulatorias actualmente llevadas a cabo. Estas cuestiones necesitan también ser evaluadas en futuras regulaciones.

Palabras clave: titulización, crisis financiera, Banco Central Europeo, regulación.

Abstract

Securitisation activity expanded spectacularly prior to the burst of the credit turmoil in terms of activity and in the number and complexity of the instruments used. The recent financial crisis has brought vulnerabilities of securitisation markets impairing the functioning of credit markets. This article presents facts related to securitisation developments and performance in the euro area, highlighting monetary policy and financial stability implications, current initiatives at the European Central Bank to collect and make available statistics on securitisation, and regulatory initiatives currently being undertaken. These issues need to be assessed in future regulations.

Key words: securitisation, financial crisis, European Central Bank, regulation.

JEL classification: G00, G18.

TITULIZACIÓN EN LA ZONA EURO: NUEVAS PERSPECTIVAS

David MARQUÉS-IBÁÑEZ

Antonio MATAS MIR

Banco Central Europeo

I. INTRODUCCIÓN (*)

La actividad de titulización se expandió de manera espectacular en el periodo previo al comienzo de la crisis crediticia, tanto en términos de actividad como en cuanto a la complejidad de los instrumentos utilizados. En Europa, como en muchas otras áreas económicamente desarrolladas, la crisis en los mercados de crédito ha ilustrado crudamente cómo la actividad de titulización ha cambiado drásticamente en sólo unos pocos años, pasando de ser un pequeño nicho de mercado a tener una influencia fundamental en el sistema financiero.

En este sentido, el reciente periodo de tensiones en los mercados de crédito ha expuesto vivamente las vulnerabilidades de los mercados de titulización, mostrando que los problemas en éstos, a su vez, pueden perjudicar dramáticamente el funcionamiento del sistema financiero y necesitarían ser evaluados cuidadosamente en regulaciones futuras. Este artículo presentará, en primer lugar, una descripción somera del desarrollo de la titulización en la Zona Euro. En este sentido, también mencionará las iniciativas existentes por parte del Eurosistema de bancos centrales para recopilar y ofrecer estadísticas sobre titulización en Europa. Subrayará también algunas posibles implicaciones del desarrollo de la titulización en la oferta de crédito y en la transmisión de la política monetaria, considerando asimismo si

esta relación puede cambiar en periodos de crisis. Finalmente, resaltaré algunas implicaciones que la actividad de titulización, en particular de la manera en que ha sido desarrollada en los últimos años, ha tenido y puede tener en la estabilidad financiera. Por último, haremos una referencia somera a algunas de las iniciativas representativas en materia de la regulación financiera del mercado de la titulización en Europa.

II. DEFINICIÓN Y AVANCES EN LOS MERCADOS DE TITULIZACIÓN

La titulización, concebida desde una perspectiva tradicional, puede ser definida como la agrupación de activos financieros (un ejemplo típico sería el de los préstamos hipotecarios) y su subsiguiente venta a una tercera entidad por parte de la entidad (normalmente una banca) originadora del crédito a través de un vehículo de titulización (*special purpose vehicles*, o SPV). Respaldada por la agrupación de estos activos, esta última entidad (SPV) emite a su vez unos bonos conocidos como titulizaciones (*asset-backed securities*, o ABS); a inversores; en ellos, el servicio del principal y del interés deriva de los flujos de caja producidos por la cartera de activos financieros subyacentes. A cambio de estos flujos de caja futuros, al comprar la titulización los inversores proporcionan financiación y adquieren riesgo de crédito. En el caso de la titulización sin-

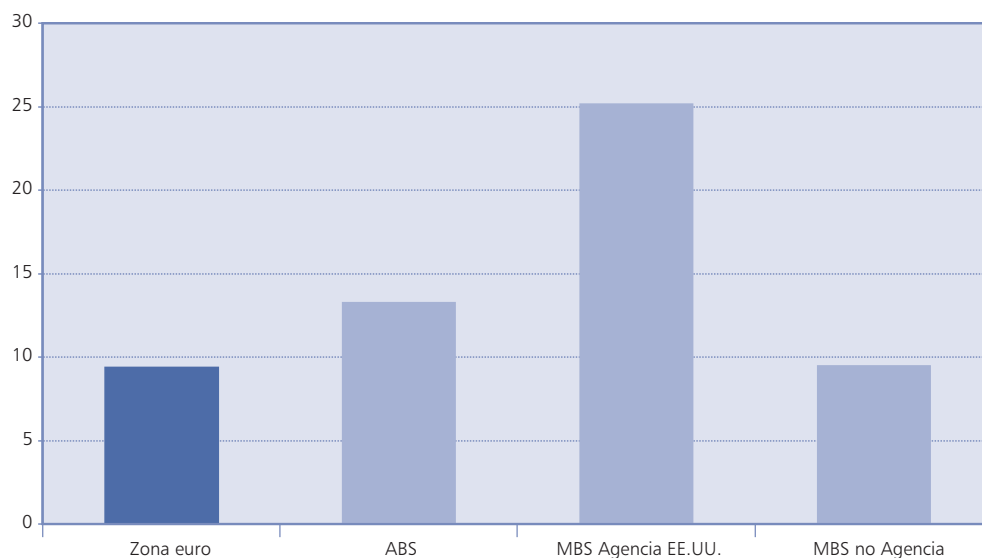
tética, no hay una provisión de financiación, pero sí una transferencia del riesgo de crédito de los activos subyacentes utilizando derivados del crédito (1). Mientras la titulización ha sido utilizada en los Estados Unidos durante varias décadas, los años anteriores a la recesión crediticia coincidieron con espectaculares incrementos en el volumen de la actividad de titulización y en el número de países empleando estas técnicas. La titulización tradicional ha sido más común en los Estados Unidos y, en un menor grado, en el Reino Unido y la Europa continental (gráfico 1).

Tradicionalmente, la mayoría de los activos titulizados consistían en un gran número de activos de tamaño pequeño relativamente homogéneos relacionados con el consumidor, tales como

préstamos hipotecarios de vivienda, que dan lugar a titulizaciones respaldadas por hipotecas de vivienda (*residential mortgage backed securities*, RMBS). Estos activos son particularmente apropiados para la titulización, dado que las asimetrías de la información (o los diferentes grados de conocimiento) entre los bancos originadores del préstamo y los inversores externos, respecto a la calidad de los préstamos subyacentes, son habitualmente bastante bajas. Esto permite a los inversores externos estimar con bastante precisión el valor de la cartera subyacente en condiciones económicas normales. Además, la agrupación de un gran número de activos homogéneos, y generalmente pequeños, ayuda a reducir, mediante diversificación, los riesgos idiosincrásicos de la cartera (por ejemplo, riesgos individuales relacionados con los

activos subyacentes). Sin embargo, la cartera subyacente permanece sujeta a riesgos macroeconómicos, o sistémicos tales como caídas en el precio de la vivienda o crisis de confianza en el mercado. Estas últimas pueden tener un fuerte impacto sobre el valor de las titulizaciones, como ha quedado claramente de manifiesto en la crisis reciente. Durante los últimos años, ha habido asimismo una tendencia significativa hacia la titulización de activos generalmente mayores y más heterogéneos que los préstamos hipotecarios, tales como bonos de empresa con mayor riesgo crediticio (incluyendo los así llamados bonos basura o *junk bonds*), préstamos sindicados, y préstamos a pequeña y mediana empresa, e incluso a combinar algunas de las técnicas de la titulización tradicional con innovaciones recientes en la ges-

GRÁFICO 1
SALDOS VIVOS DE ACTIVIDAD DE PRODUCTOS DE TITULIZACIÓN
(En porcentaje sobre el PIB en 2009)



Nota: Para los países europeos, los datos informan sobre la emisión en el Euromercado o en los mercados europeos domésticos. Para los Estados Unidos, los datos se refieren a la emisión en el mercado de EE.UU. Al no haber información sobre el país de garantía para los Estados Unidos, se asume que las emisiones de EE.UU. tienen principalmente garantía doméstica.

Fuentes: European Securitisation Forum, Asociación del Mercado de Bonos, Eurostat y FMI.

ción del riesgo de crédito. Por otra parte, en vez de vender los activos subyacentes mediante una venta real (*true sale*), también es posible transferir sólo el riesgo de crédito de los activos subyacentes empleando derivados del crédito. En este caso, los activos en sí a menudo permanecen en la hoja de balance del banco que originó el préstamo; un proceso que es conocido como «titulización sintética» (2).

La búsqueda de activos de elevado rendimiento por parte de los inversores en los años anteriores a la crisis crediticia (o *search for yield*) llevó generalmente a incrementos en la complejidad de los instrumentos de titulización, al asumir mayor apalancamiento y exposiciones subyacentes más opacas, y a menudo con mayores riesgos. Como resultado de esta complejidad y opacidad, existía un mercado secundario muy limitado para tales instrumentos, por lo que eran

a menudo valorados utilizando modelos bancarios internos propios, en vez de utilizar los valores de mercado. Por su construcción, estos modelos necesitaban asumir una serie de supuestos bajo los cuales a menudo pequeños cambios en dichos supuestos generalmente conduciría a cambios significativos en los valores de la titulización.

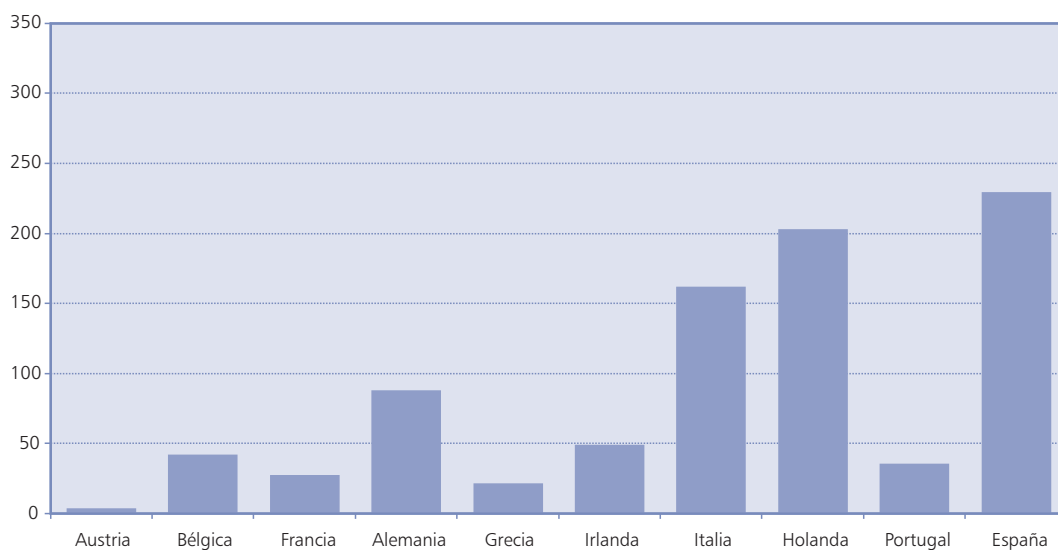
En general, la cantidad de titulización se ha visto incrementada en todos los países de la Zona Euro, pero los mercados más grandes están localizados en España, Holanda e Italia (ver gráfico 2). Uno de los principales factores causantes de los niveles divergentes de emisión está relacionado con los avances en la titulización de préstamos hipotecarios (RMBS), que explican más de la mitad de la emisión total de titulización. La emisión de RMBS ha sido generalmente mayor en países como España y Holanda, donde la financiación para la adquisi-

ción de viviendas ha ido creciendo con considerable rapidez en los años previos a la recesión crediticia.

III. EVOLUCIÓN DE LA CALIDAD CREDITICIA DE LAS TITULIZACIONES EN LA ZONA EURO

Adicionalmente a la actividad de emisión, un elemento importante de la actividad de titulización es la evolución de la calidad crediticia en los productos. Una forma de considerar el potencial de pérdidas futuras es examinar la evolución de la calidad crediticia de los productos financieros estructurados en la Zona Euro a través de la evolución de los *ratings* corrientes asignados, por parte de las agencias de calificación, en relación con el *rating* obtenido en el momento de la emisión. Una ventaja de esta aproximación, particularmente en periodos de tensión en los mercados de crédito, es que

GRÁFICO 2
SALDOS VIVOS POR PAÍS DE LA ZONA EURO
(En millardos de euros, 2008 cuarto trimestre)



Fuente: Foro Europeo de Titulización.

posiblemente la evolución de los *ratings* sea un indicador menos volátil en comparación con, por ejemplo, las pérdidas en términos de valor de mercado, dado que puede que estas últimas reflejen también un elemento de iliquidez. Utilizando información sobre titulaciones individuales que aún se encontraban vigentes a finales de 2008, hemos sido capaces de recopilar algunas figuras aproximadas al respecto (3). Estimamos que de, aproximadamente, unos 1.100 millardos en titulaciones financieras estructuradas, respaldadas por activos de la Zona Euro, que se encontraban aún vigentes a finales de 2008, unos 63 millardos, o aproximadamente el 6 por 100 del total, tienen un *rating* más bajo a finales de 2008 que el correspondiente al momento de la emisión. Esto se compara con las titulaciones respaldadas por activos

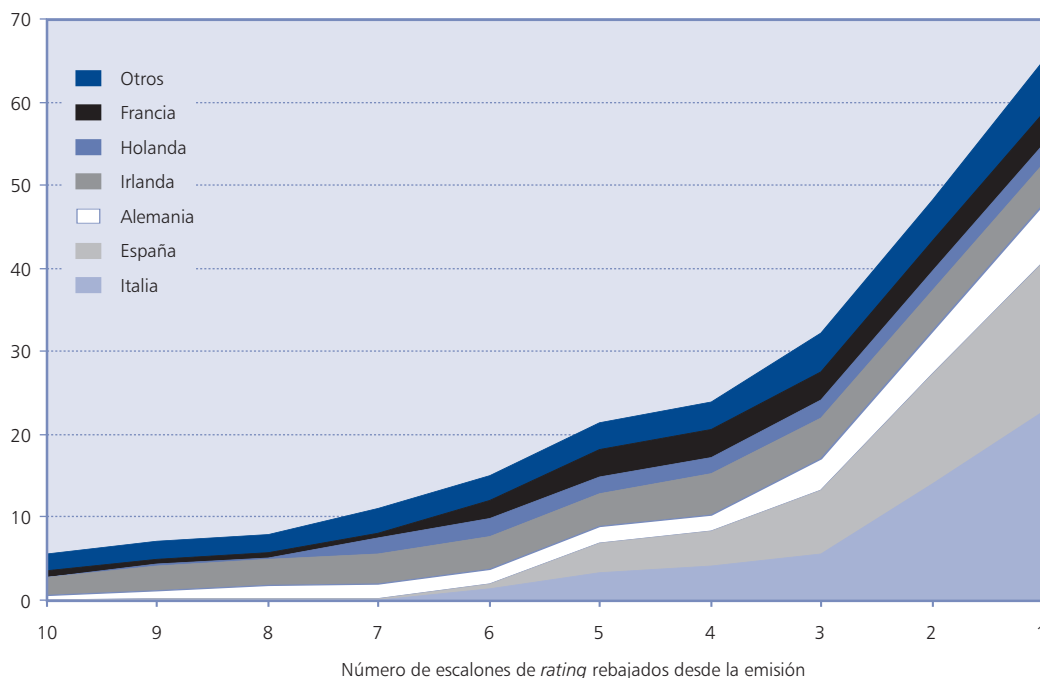
originados en EE.UU., donde estimamos que la misma figura asciende al 35 por 100 (4).

El gráfico 3 presenta un mayor detalle sobre la evolución de la calidad crediticia en las titulaciones de la Zona Euro, al representar los saldos vivos a finales de 2008 en función de la importancia del deterioro crediticio de las titulaciones desde su emisión. Dicha importancia se mide por escalones de rebaja en los *ratings* a partir de la emisión, desde las rebajas más severas (10 o más escalones) a la más benignas (1 escalón). Así, por ejemplo, la severidad mediana aproximada de rebaja en los *ratings* estaría alrededor de tres categorías, significando que un total de 31,5 millardos de euros en saldos vivos a finales de 2008 ha sufrido rebajas

en los *ratings* de tres escalones o más desde su emisión. Por otro lado, sólo cerca de 5 millardos de euros en saldos vivos a finales de 2008 habrían sido severamente degradados, 10 o más escalones en términos de *rating*.

Resulta también revelador considerar cómo la rebaja acumulada en las calificaciones crediticias varía dependiendo de los años de emisión; ver gráfico 4 (5). Del gráfico se extrae que los estándares de concesión de crédito fueron particularmente laxos en términos globales durante lo más alto del ciclo del crédito en relación con otros años de emisión, habiendo sufrido rebajas en sus *ratings* aproximadamente un 20 por 100 de todos los tramos emitidos en 2006 y 2007. La laxitud al originar créditos parece haber sido más promi-

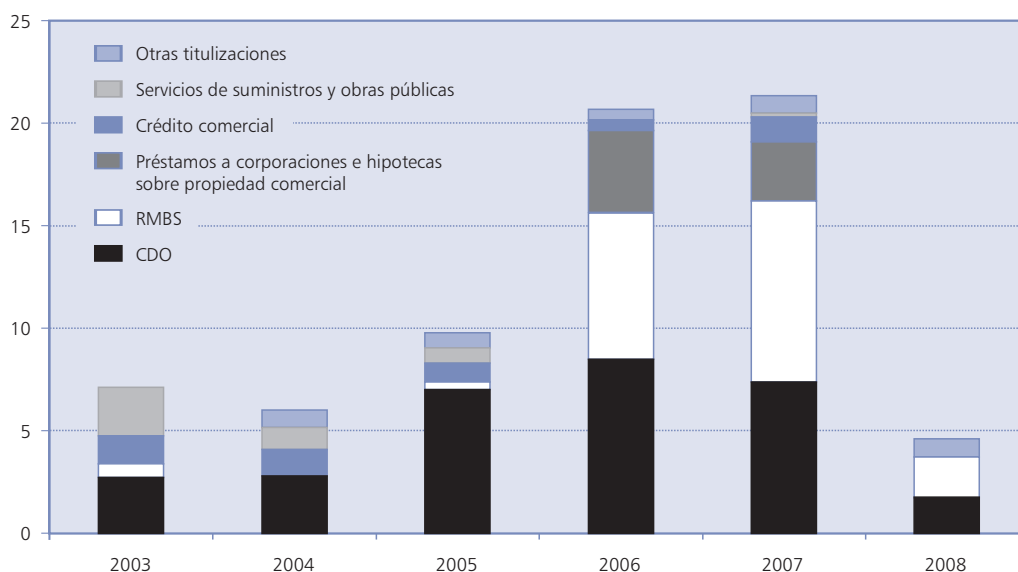
GRÁFICO 3
CALIDAD CREDITICIA DE LAS TITULIZACIONES DE LA ZONA EURO POR ESCALONES DE RATING REBAJADOS DESDE LA EMISIÓN
 (SalDOS vivos aprox. a finales de 2008 por país de colateral, en millardos de euros)



Fuente: Dealogic.

GRÁFICO 4

TASAS DE REBAJA EN EL RATING DE LAS TITULIZACIONES EN LA ZONA EURO POR AÑO DE TITULIZACIÓN
(Porcentaje de tramos con *rating* rebajado al menos un escalón desde su emisión)



Fuente: Dealogic.

nente, al menos en términos relativos, en las categorías de emisión de las titulaciones respaldadas por hipotecas de vivienda (RMBS), los préstamos corporativos y las titulaciones respaldadas por hipotecas sobre propiedad comercial (*commercial mortgage-backed securities*, CMBS). Por el contrario, las tasas de rebaja en el *rating* en las obligaciones de deuda colateralizada (*collateralized debt obligations*, CDO) son ya significativamente elevadas para las emisiones más tempranas, presentando en 2005 tasas casi idénticas a las de los máximos cíclicos en 2006-2007.

IV. NUEVAS ESTADÍSTICAS DEL BCE SOBRE TITULIZACIÓN

Dado que la titulización ha crecido para convertirse en una parte esencial de la creación de crédito y la transferencia del riesgo de crédito en la Zona Euro, el Banco

Central Europeo (BCE) ha emitido dos regulaciones estadísticas que apuntan a proveer suficiente información agregada y armonizada sobre los mercados de titulización. Las regulaciones establecen nuevos requerimientos de información para los vehículos de titulización y amplían las estadísticas informativas ya existentes para los bancos, incluyendo las operaciones de titulización independientemente de su tratamiento contable (6). Los informes mensuales y trimestrales obligatorios, siguiendo las nuevas regulaciones, comenzarán en 2010.

Las nuevas regulaciones requieren a los bancos que informen acerca de los flujos (netos) de titulaciones de préstamos y otras transferencias de préstamos llevadas a cabo durante el periodo informativo, así como también acerca del tratamiento contable aplicado. Esto permitirá eliminar posibles distorsiones en las estadísticas de crecimiento de los prés-

tamos bancarios causadas por la actividad de titulización, ya que en muchos casos los préstamos titulizados son dados de baja del balance utilizado en la compilación de dichas estadísticas (7).

Dado que en la titulización los préstamos abandonan típicamente la contabilidad del sistema bancario para entrar en la perteneciente al sector, menos regulado, de los intermediarios financieros no bancarios, se requerían nuevas estadísticas que permitieran una monitorización fiable de los préstamos tras su titulización. De ahí que las nuevas regulaciones requieran a los bancos que provean de manera continua información sobre los préstamos tras la titulización, mientras mantengan la gestión de los mismos (8).

Los bancos también serán requeridos a informar acerca de sus adquisiciones de deuda negociable emitida por vehículos de titu-

lización, incluyendo la retención de títulos respaldados por colateral originado por el mismo informante (titulizaciones retenidas). Las tasas de retención de titulaciones contienen importante información sobre la salud de los mercados de titulización públicos, así como una indicación del grado real de transferencia del riesgo obtenido en el proceso de titulización. Por último, y no menos importante, se establecen también obligaciones de información para los vehículos de titulización residentes en la Zona Euro. Esto consiste principalmente en el aporte de información trimestral acerca de su balance de situación y sobre las transacciones financieras llevadas a cabo durante el periodo informativo.

El BCE recibirá los primeros informes estadísticos de vehículos de titulización en febrero de 2010, y de bancos en agosto de 2010. Las nuevas estadísticas para la Zona Euro serán publicadas por el BCE en 2011. Esto contribuirá a mejorar el marco para el análisis monetario y otras tareas desempeñadas por el BCE y los bancos centrales nacionales.

V. TITULIZACIÓN, ACTIVIDADES DE PRÉSTAMO BANCARIO Y POLÍTICA MONETARIA

Una de las razones para la recopilación de estas estadísticas es que la actividad de titulización podría tener un impacto significativo sobre varios elementos de interés para los bancos centrales, incluyendo el mecanismo de transmisión de la política monetaria y la estabilidad financiera (BCE, 2008). De hecho, el extraordinario crecimiento de la titulización y la innovación financiera en los mercados de crédito anterior a la crisis crediticia ha

producido cambios notables tanto en la estructura financiera de la Zona Euro como en el papel de los bancos. Uno de los principales efectos de los volúmenes de titulización es que grandes cantidades de créditos, que eran tradicionalmente ilíquidos y que solían permanecer en el balance bancario hasta la finalización del contrato de préstamo, se han vuelto disponibles para los inversores financieros. De alguna manera, mientras la producción de préstamos permanece, en gran medida, local, la titulación, al hacerlos comerciables en el mercado secundario puede convertir en global su financiación.

Como resultado de estos cambios, parte de la literatura reciente se centra en el papel de la titulización en la oferta de crédito (Marqués-Ibáñez y Scheicher, 2009). La idea es que el espectacular crecimiento de la actividad de titulización en los años recientes ha modificado el tamaño y el funcionamiento de los mercados de crédito, y es muy probable que tenga implicaciones en los incentivos de los bancos para conceder crédito y reaccionar ante cambios en la política monetaria.

En primer lugar, existe una evidencia sólida proveniente de los Estados Unidos demostrando que la titulización ha conducido a una evaluación de la calidad crediticia de los prestatarios menos rigurosa (ver Dell'Ariccia, Igan y Laeven, 2008; Keys *et al.*, 2008). Estos artículos asumen que si los préstamos son transferidos, mediante titulaciones, desde las hojas de balance de los bancos hacia los mercados, los incentivos para los intermediarios financieros de analizar el riesgo de una manera más rigurosa son menores. En el corto plazo, este cambio en los incentivos contribuiría

a la relajación de los estándares o condiciones de crédito, de forma que algunos prestatarios a los cuales se les denegaba el crédito en el pasado podrían obtenerlo. A largo plazo, esto llevaría a mayores ratios de morosidad en los préstamos bancarios. La relajación de los estándares o condiciones de crédito está asimismo ligada a una expansión en los volúmenes de crédito. En este sentido, Mian y Sufi (2008) utilizan una extensa información desglosada por códigos postales en EE.UU. para demostrar que la titulización jugó un importante papel en la expansión del crédito en este país.

En segundo lugar, existe evidencia de que la titulización ha separado o disminuido la relación entre cambios en la política monetaria y la oferta de crédito. Los resultados, utilizando datos de titulización del mercado *jumbo* de los Estados Unidos, sugieren que la actividad de titulización podría disminuir la efectividad de los canales bancarios de préstamo (ver Loutskina y Strahan, 2006). Siguiendo esta hipótesis, Altunbas, Gambacorta y Marqués-Ibáñez (2009) encuentran que, antes de la actual crisis financiera, los bancos que hacían mayor uso de la titulización estaban más resguardados de los efectos de los cambios en la política monetaria. Sin embargo, el papel de la titulización como amortiguador de *shocks* en las actividades bancarias de préstamo cambiaría radicalmente ante una situación de estrés financiero. En esta situación, una mayor actividad de titulización podría amplificar significativamente el impacto de estos *shocks*. Otro elemento de gran interés para los reguladores es la relación que la titulización podría tener con la estabilidad financiera. Este vínculo se analiza en el siguiente apartado.

VI. TITULIZACIÓN, ESTABILIDAD FINANCIERA Y NUEVO PAISAJE REGULATORIO

En principio, la titulización puede ser considerada como una mejora organizacional que reduce potencialmente las asimetrías de la información entre inversores y prestatarios, y que hace los mercados de crédito más completos, facilitando así una asignación del riesgo más eficiente entre los inversores. Potencialmente, la titulización también puede distribuir el riesgo entre muchos inversores, dado que el riesgo crediticio puede ser transferido más fácilmente a través del sistema financiero (9). Sin embargo, los acontecimientos más recientes han cuestionado fuertemente si la actividad de titulización, en la forma en que se ha venido utilizando en los últimos años, ha reducido efectivamente las asimetrías de la información entre prestatarios e inversores.

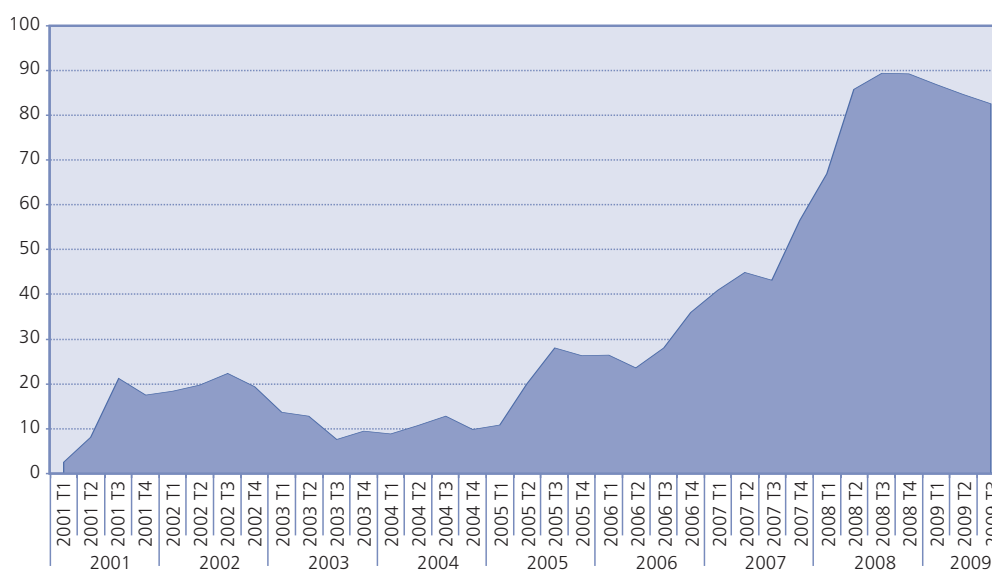
De hecho, la reciente crisis del mercado de crédito está teniendo un impacto sumamente negativo sobre los mercados de titulización. En este sentido, mientras la actividad de titulización en los mercados primarios se ha mantenido robusta, la mayor parte de ella parece ser retenida en las hojas de balance de los originadores (ver gráfico 5 y Van Rixtel y Criado, 2008). Efectivamente, el mercado público de titulización ha estado casi totalmente detenido por completo durante la mayor parte de 2008 y 2009.

Ashcraft y Schuermann (2008) proveen un cuidadoso análisis de las fricciones de información en el proceso de titulización y destacan varios problemas importantes debido a conflictos de interés. Estos conflictos de interés aparecen principalmente a través de las asimetrías de la información entre los principales agentes involu-

crados en el proceso de titulización: inversores finales, gestores de activos, originadores de crédito, agencias de crédito, arreglistas, administradores fiduciarios y prestatarios. Una de las cuestiones más importantes al respecto es cómo proveer mayores incentivos a los inversores para imponer disciplina en las distintas etapas del proceso de titulización. Esta parece ser una cuestión importante, dado que hay evidencia de que muchos inversores han confiado excesivamente en las agencias de calificación externas, en lugar de llevar a cabo su propio análisis del riesgo.

En octubre de 2007, los ministros del G-7 y los gobernadores de bancos centrales pidieron al Foro de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Forum*, FSF) una serie de recomendaciones para fortalecer el sistema financiero, considerando los riesgos planteados por

GRÁFICO 5
TITULIZACIÓN ABS/MBS RETENIDA POR BANCOS EN LA ZONA EURO
(En porcentaje sobre el total de titulización)



Fuente: Dealogic. Ver Van Rixtel y Criado (2008).

la reciente crisis (ver Financial Stability Forum, 2008, y The Joint Forum, 2008). El FSF identificó varias cuestiones que merecían ser fortalecidas en el modelo bancario de «originar-y-distribuir» (*originate-and-distribute*). Entre las cuestiones abordadas, el FSF subraya: 1) la falta de alineación de los incentivos a lo largo de la cadena de titulización, incluyendo originadores, arreglistas, distribuidores, gestores, agencias de calificación externas e inversores; 2) la falta de transparencia en relación con los riesgos de los productos titulizados, incluyendo la calidad y la correlación de los activos subyacentes, y 3) la mala gestión de los riesgos asociados al negocio de la titulización, incluyendo riesgo de liquidez, líneas de crédito y *stress testing* de estos riesgos.

Los reguladores ya han tomado decisiones concretas en relación con la implementación de varias de estas recomendaciones (ver IMF, 2009). En cuanto a la alineación de los incentivos de las entidades originadoras y los inversores, las últimas propuestas de enmienda de la Directiva de Requerimientos de Capital (*Capital Requirements Directive*, CRD) requerirá a las instituciones de crédito en la UE que aseguren que en sus inversiones en titulizaciones la entidad originadora de los activos titulizados retenga al menos el 5 por 100 de la exposición total al riesgo de crédito de la titulización. Reglas obligatorias similares, que establecen una ratio de retención de riesgo mínimo para las entidades originadoras, han sido también propuestas por las autoridades de los Estados Unidos. La elección de ratios de retención obligatorias es una cuestión compleja, dado que ratios muy bajas posiblemente no influyeran significativamente el comportamiento de las entidades originadoras, mientras que ratios

de riesgo mayores harían que la titulización no resultara atractiva. Adicionalmente, según varios observadores, el impacto de la retención sobre los incentivos de las entidades originadoras probablemente dependa del instrumento y de las condiciones económicas (Fender y Mitchell, 2009). En este sentido, la CRD preverá que la ratio de retención del 5 por 100 sea revisable, dependiendo del trabajo futuro de la Comisión Europea en esta área.

Tanto las enmiendas de la CRD como las propuestas del Comité de Basilea también requerirán a los bancos que conduzcan sus propias evaluaciones sobre los detalles y hechos materiales importantes relativos a cualquier titulización de terceros en las que inviertan. Dicha verificación debe ser llevada a cabo de forma continuada basándose en la información a nivel individual de las carteras de activos subyacentes a las titulizaciones. El incumplimiento de este requerimiento —que incluiría la dependencia exclusiva de los *ratings* emitidos por las agencias de calificación— es penalizado con la imposición de una ponderación del riesgo de al menos 250 por 100, acotada al máximo de 1.250 por 100, en el cálculo de las exigencias de capital requeridas para la inversión. Muchos interpretan este requerimiento como una necesidad para las entidades originadoras y/o gestoras de proveer de forma continuada información a escala de préstamos individuales en relación con el posible deterioro crediticio de éstos.

Otra área de interés para los reguladores ha sido el establecimiento de ponderaciones del riesgo apropiadas para las denominadas exposiciones de re-titulización. Las re-titulizaciones son aquellas en las que los créditos subyacentes tituli-

zados incluyen tramos de otras titulizaciones. Por ejemplo, una obligación de deuda colateralizada (CDO) respaldada por una cartera de tramos de riesgo de crédito medio (tramos *mezzanine*) de varias titulizaciones, a su vez respaldadas por hipotecas, es una re-titulización. Generalmente, se admite que muchos bancos no reconocieron en su provisión de capital el mayor nivel de riesgo asociado a estas titulizaciones (10). El régimen regulatorio de exigencias de capital tampoco distinguía habitualmente las re-titulizaciones de las titulizaciones ordinarias. Por consiguiente, el Comité de Basilea ha propuesto una serie diferente de ponderaciones del riesgo más elevadas para las exposiciones de re-titulización. La Comisión Europea planea incluir estas propuestas en las próximas enmiendas de la Directiva de Requerimientos de Capital.

Otros cambios regulatorios propuestos por el Comité de Basilea, que probablemente sean adoptados como parte de las enmiendas de la CRD, están relacionados con las exposiciones a titulizaciones en la cartera de negociación, que requerirán las mismas exigencias de capital que aquellas en la cartera de inversión; un reforzamiento de las exigencias de capital en relación con las facilidades de liquidez y con las mejoras crediticias otorgadas a vehículos de papel comercial respaldado por activos (*asset backed commercial paper* (ABCP) *conduits*), y un mejorado régimen de información bajo el pilar 3 de Basilea II, incluyendo información sobre titulizaciones en la cartera de negociación, facilidades de liquidez para los vehículos ABCP y la esponsorización de vehículos fuera de balance.

Se prevén también cambios importantes en el tratamiento contable de las titulizaciones. En un reciente borrador de exposi-

ción, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (CNIC, o IASB en inglés) ha propuesto una simplificación del régimen relativo a la baja del balance de los activos financieros regulada en la NIC 39 (11). Muchos perciben que, dada su forma presente, el borrador probablemente implicaría, en la mayor parte de los casos, la imposibilidad de dar de baja del balance a los activos titulizados. Muchas entidades originadoras, especialmente los bancos, prefieren dar de baja del balance a los activos titulizados, dado que esto les permite reducir la proporción de activos ilíquidos en balance (por ejemplo, préstamos), disminuir su apalancamiento aparente y exhibir ratios préstamos-depósitos más saludables (12). Así, si bien las propuestas aún siguen siendo debatidas por las partes interesadas, es probable que una prohibición casi universal de dar de baja del balance a los activos asociados a una titulación pueda suponer desincentivos significativos para muchas entidades originadoras. No obstante, el efecto neto de los cambios propuestos puede que se vea mitigado de alguna forma por el hecho de que la interpretación de la actual NIC 39 por los auditores en Europa ha sido, hasta el momento, bastante conservadora, permitiendo en la práctica la baja del balance de activos titulizados sólo en casos bien definidos, especialmente en las cuentas consolidadas de los bancos.

La industria también ha dado pasos hacia la auto-regulación, en particular en relación con la necesidad de una mayor transparencia en los mercados de titulación para restablecer la confianza de los inversores. De particular importancia son las iniciativas anunciadas en julio de 2008 por nueve asociaciones europeas y globales representativas de la industria. Es-

tas medidas incluyen, entre otras, la introducción de códigos de conducta para los emisores de papel comercial respaldado por activos (vehículos ABCP) y para los emisores de titulaciones a plazo; el fácil acceso a la información acerca de las transacciones, folletos de emisión e informes de inversión; la estandarización de definiciones y modelos de información, y la producción de información estadística agregada de carácter público.

En resumen, el crecimiento espectacular de la actividad de titulación experimentado a lo largo de la década anterior a la crisis crediticia ha alterado radicalmente el funcionamiento de los mercados de crédito. Ha transformado el papel tradicional de los bancos como proveedores y monitorizadores de crédito. La investigación sobre las implicaciones de la actividad de titulación permanece, sin embargo, en su infancia, y no ha seguido el ritmo de la innovación financiera. La evidencia existente sugiere que se espera que la actividad de titulación altere significativamente los mecanismos de distribución del riesgo dentro del sistema financiero, y está teniendo también un impacto sobre los incentivos de los bancos en cuanto a las actividades de préstamo y la gestión del riesgo de crédito. Como resultado, la actividad de titulación está probablemente alterando los mecanismos de transmisión de política monetaria y podría también tener un impacto significativo sobre la estabilidad financiera. Dada la importancia de la titulación para el sistema financiero en su conjunto, los reguladores, las autoridades que establecen los estándares contables y la industria se enfrentan a una compleja actuación de equilibrio para ayudar a revivir los mercados de titulación de una manera sostenible, autosuficiente y estable.

NOTAS

(*) Las opiniones expresadas en este artículo pertenecen únicamente a los autores, y de ninguna manera implican la responsabilidad del Banco Central Europeo.

Traducción de Jodi Cherry.

(1) Ver BCE (2008) y MARQUÉS-IBÁÑEZ y SCHEICHER (2009).

(2) Esto es una simplificación de los posibles procesos de titulación e instrumentos. En cuanto instrumentos, es posible crear titulación de activos que no se poseen y que se adquieren (o su riesgo de crédito) en los mercados. En el caso de la titulación tradicional, a menudo la contabilización depende de la aplicación de las normas contables y de regulación financiera existentes en cada país.

(3) Los datos sobre titulaciones individuales fueron obtenidos de Dealogic. La información indica, para cada titulación, su calificación crediticia en el momento de emisión y su calificación actual, cubriendo las de S&P, MOODY'S y FITCH. Se consideraron sólo las titulaciones emitidas con posterioridad al 31 de diciembre de 1999. Las titulaciones sin calificación fueron excluidas. La información de Dealogic sobre el tamaño de emisión inicial fue convertida a saldos vivos a finales de 2008, derivando factores de cartera a nivel agregado a partir de la información sobre saldos vivos disponible en el informe del Foro Europeo de Titulación (European Securitisation Forum) de 2009: primer trimestre.

(4) Los cálculos para los Estados Unidos excluyen las titulaciones de hipotecas por parte de las entidades esponsorizadas por el Gobierno (*Government Sponsored Enterprises*, GSE).

(5) El gráfico 4 también incluye titulaciones respaldadas por activos originados en el Reino Unido.

(6) Textos legales disponibles en http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_01520090120es00140062.pdf y http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_01520090120es00010013.pdf.

(7) Las estadísticas oficiales se compilan basándose en las cuentas individuales de los bancos, y no en sus cuentas consolidadas. La baja en balance de los préstamos titulizados ocurre con mayor frecuencia en las primeras.

(8) Dado que la mayoría de los bancos originadores típicamente continúan brindando servicios de gestión en relación con los préstamos que ellos titulan, se espera que se obtendrá una muy buena cobertura de la información requerida.

(9) Incluso si el riesgo total permanece dentro del sector bancario, la titulación podría, en principio, permitir a los bancos mantener menos riesgo simplemente debido a la diversificación y el incremento del intercambio (DUFFIE, 2007).

(10) Las re-titulaciones están típicamente más expuestas a mayores pérdidas en la va-

loración a precios de mercado y a cambios de calificación crediticia más extremos en comparación con una titulización ordinaria respaldada por activos de igual calificación, principalmente debido a su mayor apalancamiento.

(11) La Norma Internacional de Contabilidad 39 (NIC 39) es un instrumento emitido por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad adoptado por la Unión Europea en 2004.

(12) Más allá de eso, los préstamos que han sido titulizados pero no son dados de baja del balance están sujetos a las mismas pruebas de deterioro en la cartera de créditos, y a la correspondiente dotación de provisiones previstas para los préstamos no titulizados.

BIBLIOGRAFÍA

ALTUNBAS, Y.; L. GAMBACORTA, y D. MARQUÉS-IBÁÑEZ (2009), «Securitisation and the bank lending channel», *European Economic Review*, de próxima aparición.

ASHCRAFT, A., y T. SCHUERMANN (2008), «The seven deadly frictions of subprime mortgage credit securitization», *The Investment Professional*, otoño.

BANCO CENTRAL EUROPEO —BCE (2008), «Reglamento CE 25/2009 de 19 de diciembre de 2008 Relativo al Balance del Sector de las Instituciones Financieras Monetarias» (Versión refundida) (BCE/2008/32).

— (2009), «Reglamento (CE) n.º 24/2009 de 19 de diciembre de 2008 Relativo a las Estadísticas sobre Activos y Pasivos de las Sociedades Instrumentales dedicadas a operaciones de titulización» (BCE/2008/30).

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2009), *Enhancements to the Basel II Framework*, julio.

DELL'ARICCIA, G.; D. IGAN, y L. LAEVEN (2008), «Credit booms and lending standards: Evidence from the subprime mortgage market», *International Monetary Fund Working Paper*, n.º 08/106.

DUFFIE, D. (2007), «Innovations in credit risk transfer: Implications for financial stability», *Stanford University Working Paper*.

EUROPEAN CENTRAL BANK (2008), «Securitisation in the Euro Area», *Monthly Bulletin*, febrero.

EUROPEAN COMMISSION (2008), «Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards Banks Affiliated to Central Institutions, Certain Own Funds Items, Large Exposures, Supervisory Arrangements, and Crisis Management».

— (2009), «Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards capital requirements for the trading book and for re-securitisations, and the supervisory review of remuneration policies».

EUROPEAN SECURITISATION FORUM (2009), *Data Report 2009:Q1*.

— (2008), «Ten Industry initiatives to increase transparency in the securitisation market», Press Release del 2 de Julio de 2008.

FENDER, I., y J. MITCHELL (2009), «The future of securitization: How to align incentives?», Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, septiembre.

FINANCIAL STABILITY FORUM (2008), *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, marzo.

International Accounting Standards Board (2009), «Exposure Draft ED/2009/3 on Derecognition (ED3)».

INTERNATIONAL MONETARY FUND —IMF (2009), «Restarting securitization markets: Policy proposals and pitfalls», *Global Financial Stability Report*, octubre.

JOINT FORUM, The (2008), «Credit risk transfer: Developments from 2005 to 2007», Consultative Document, abril.

KEYS, B.; T. MUKHERJEE; A. SERU, y V. VIG (2008), «Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans 2001-2006», *European Financial Association 2008 Athens Meetings Paper*.

LOUTSKINA, E., y P.E. STRAHAN (2006), «Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: Evidence from mortgage acceptance rates», *NBER Working Paper* n.º 11983.

MARQUÉS-IBÁÑEZ, D., y M. SCHEICHER (2009), «Securitisation: Causes and Consequences», en BERGER, A., P. MOLYNEUX y J. WILSON (eds.), *Handbook of Banking*, Oxford University Press, de próxima aparición.

MIAN, A., y A. SUFI (2008), «The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the 2007 mortgage default crisis», *NBER Working Paper* n.º 13936.

VAN RIXTEL, A., y S. CRIADO (2008), «Structured finance and the financial turmoil», *Bank of Spain Occasional Paper 0808*.

Resumen

La mayor globalización financiera en las dos últimas décadas ha generado un debate sobre su impacto macroeconómico. La evidencia resumida en este artículo sugiere que la integración financiera internacional resulta positiva para la convergencia económica, para la distribución del riesgo y para la especialización entre países, de ahí que fomente el bienestar de los países de la Zona Euro. Aunque la integración financiera quizá suponga inestabilidad financiera de contagio en casos extremos, existe evidencia que sugiere que la crisis financiera actual no fue causada por la exposición de los países a los mercados y productos financieros de los Estados Unidos, sino por otras causas más fundamentales. La política monetaria expansiva que está llevando a cabo el Banco Central Europeo está evitando que el crecimiento del PIB sea incluso más bajo que el observado.

Palabras clave: integración financiera, crisis financiera, política monetaria.

Abstract

The increased financial globalization in the last two decades has prompted a global debate about its macroeconomic impact. The evidence summarized in this article suggests that financial integration is positive for economic convergence, cross-country risk-sharing and specialization, hence it is welfare enhancing for Euro Area countries. Although financial integration may cause financial instability through contagion in extreme cases, there is evidence that suggests that the current financial crisis was not caused by the countries exposure to U.S. financial markets and products, but due to more fundamental root causes. The current expansive monetary policy by the European Central Bank is significantly avoiding an even lower GDP growth than the observed one.

Key words: financial integration, financial crisis, monetary policy

JEL classification: ES2, G00, G15.

EL IMPACTO MACROECONÓMICO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

José Luis PEYDRÓ ALCALDE

Banco Central Europeo

I. INTRODUCCIÓN (*)

EL crecimiento de activos y pasivos transfronterizos en las dos últimas décadas ha generado un debate global sobre el impacto macroeconómico de la mayor integración financiera internacional (globalización), que incluso se ha incrementado desde el inicio de la crisis actual (ver Kose *et al.*, 2009; Lane, 2009). Una dimensión importante de este debate ha sido la contribución potencial de la integración financiera para promover la convergencia económica, mediante flujos de capital neto sostenidos desde las economías avanzadas hacia los países de menores ingresos, y para incrementar el bienestar de las economías industrializadas, distribuyendo el riesgo de forma transfronteriza. Otra dimensión clave ha sido el incremento potencial en la interdependencia macroeconómica que es generada a través de unas elevadas interrelaciones financieras transfronterizas.

En este artículo, analizamos las implicaciones macroeconómicas de la integración financiera internacional, destacando también las implicaciones de la crisis actual y examinando la evidencia empírica, principalmente para la Zona Euro.

Los sistemas financieros juegan un papel fundamental en el funcionamiento de las economías modernas. Los mercados de capitales y los intermediarios financieros, asignando recursos eficientemente en el espacio y el tiempo, juegan un papel decisivo en garantizar el crecimiento a largo pla-

zo. Adicionalmente, puede que la integración financiera incremente el bienestar aún más, posibilitando a los agentes un consumo fluido y la distribución del riesgo idiosincrásico entre países. Desde la perspectiva de los bancos centrales, los sistemas financieros representan el canal primario a través del cual es conducida la política monetaria. Un sistema financiero estable, integrado y eficiente fomenta una transmisión fluida y efectiva de la política monetaria hacia toda la economía.

Las barreras y los obstáculos a la integración financiera previenen la asignación de capital a los proyectos más valiosos al menor coste posible. Los mercados de capitales europeos han sido formados por décadas de políticas nacionales y normas culturales. Si bien las diversas fases del proyecto de la Unión Económica y Monetaria eliminaron muchos obstáculos y barreras, numerosos convencionalismos y prácticas domésticas permanecieron, principalmente debido a la fuerte red de externalidades, que hizo que el abandono de dichas prácticas resultara costoso. Así, mientras la introducción de la moneda única ha estimulado la integración financiera a lo largo de los estados miembros de la Zona Euro, las barreras existentes supusieron una importante pérdida de eficiencia. Como consecuencia, la promoción de la integración de los mercados financieros europeos ha sido una de las prioridades de los políticos europeos.

Aunque la mayor integración financiera y el desarrollo se aso-

cion habitualmente con un mayor desempeño económico, las implicaciones para la estabilidad financiera son más ambiguas. Un nivel más elevado de integración financiera y desarrollo puede tener un impacto positivo en la estabilidad financiera, hasta el punto de que ambos facilitan la distribución del riesgo entre los agentes. Por otro lado, como claramente demuestra la reciente inestabilidad, algunos de los nuevos instrumentos financieros (sin un buen diseño o mal implementados) posiblemente magnifiquen los problemas procedentes de la información asimétrica, distorsionen los incentivos y ofrezcan oportunidades para una asunción de riesgo extrema. Como indican Rajan (2006) y Ferguson *et al.* (2007), entre otros, la integración financiera mejorará la estabilidad en la mayoría de los casos, pero puede que lleve a eventos excepcionales y extremos más severos.

La crisis actual ha demostrado cómo los factores financieros tienen importantes repercusiones para las fluctuaciones cíclicas de la economía. Comenzó con la crisis *subprime* en los Estados Unidos y se desplazó rápidamente hacia otros países industrializados. La integración financiera internacional hace de las interrelaciones financieras internacionales un importante canal potencial para el contagio de *shocks*. Más aún, los *shocks* financieros, especialmente aquellos que provienen del sector bancario, puede que tengan implicaciones negativas para la producción y los precios agregados, vía reducciones en la oferta de crédito bancario debido a los problemas de financiación y solvencia de los bancos; por ejemplo, una crisis crediticia. Así, a través de la integración financiera, un *shock* negativo en un país puede que sea transmitido internacionalmente a mercados e interme-

diarios financieros de otros países, generando disminuciones en la producción agregada, vía reducciones en la oferta de crédito; esto podría ser denominado «el lado oscuro de la globalización financiera».

La evidencia que examinamos en este artículo sugiere las siguientes implicaciones: en primer lugar, la integración financiera ha crecido significativamente a escala mundial durante las dos últimas décadas, e incluso más en la Zona Euro, dada la moneda única y la armonización financiera entre los países de la UE a través del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) (1). En segundo lugar, el modelo de flujos de capital neto dentro de la Unión Europea ha evitado con éxito la perversa configuración observada en otras regiones de la economía mundial: los miembros más pobres de la Unión Europea (por ejemplo, España) han sido capaces de acelerar el proceso de convergencia económica absorbiendo inversiones de otros países miembros más ricos, pero bajo la secuencia persistente de cuentas corrientes deficitarias. En tercer lugar, la integración financiera supone beneficios directos para el bienestar a través del consumo transfronterizo y la distribución del riesgo de renta entre países. En cuarto lugar, la integración financiera disminuye la correlación de los ciclos económicos para los países desarrollados, posiblemente debido a que las interrelaciones financieras internacionales buscan las mejores alternativas de inversión a escala mundial, permitiéndoles a cambio crecer aún más a aquellos países con buenas oportunidades de inversión. En quinto lugar, en la presente crisis los países financieramente más expuestos a los Estados Unidos no han sufrido más que otros. En sexto lugar, los problemas bancarios

actuales de financiación y solvencia —en parte debido al agotamiento (*dry-up*) del mercado interbancario internacional y del mercado de titulización— posiblemente estén causando un racionamiento crediticio, reduciendo consecuentemente el PIB de manera significativa; la actual política monetaria expansiva del Banco Central Europeo, en cambio, está evitando una disminución del PIB incluso mayor.

La parte restante del artículo procede como sigue. El apartado II analiza la integración financiera; el III examina las implicaciones macroeconómicas de la integración financiera en periodos normales; el IV estudia la integración financiera, el contagio y sus efectos reales durante la crisis actual, y el V ofrece las conclusiones.

II. INTEGRACIÓN FINANCIERA

Existe una extensa literatura, en crecimiento, sobre la medición de la integración financiera (para un análisis reciente, ver Kalemli-Ozcan, Manganelli, Papaioannou y Peydró, 2009) (2). La literatura tiende a medir la integración desde el lado del «precio» y también desde el lado de la «cantidad» (por ejemplo Adam *et al.*, 2002, argumentan por qué las medidas de cantidad son mejores). La mayoría de los estudios consideran que los mercados financieros se encuentran integrados si todos los agentes se enfrentan a las mismas reglas, son tratados por igual y tienen el mismo acceso a los productos financieros (por ejemplo Baele *et al.*, 2004). Si se cumplen estas condiciones, cualquier diferencia entre los precios de activos idénticos será inmediatamente eliminada por medio del arbitraje. Dada la extensa variedad de activos comercializados, la medida de la

integración financiera con indicadores basados en los precios no es inmediata. Por lo tanto, la literatura considera el volumen de las transacciones transfronterizas en los distintos segmentos de mercado. Al abrirse el acceso a los mercados internacionales, la integración financiera ofrece a los agentes una gama de recursos financieros y oportunidades de inversión, y da lugar a la creación de mercados más profundos y líquidos. Esto permite que más información sea agrupada y procesada más eficientemente, y la explotación de las economías de escala. La integración financiera también incrementa la competencia, ejerciendo de este modo presión sobre el coste de producción de los servicios financieros, y el desarrollo financiero.

Las medidas de integración de hecho, basadas en los datos de Lane y Milesi-Ferretti, muestran un aumento de la globalización financiera a partir de mediados de los años ochenta para todos los países (incluyendo la Zona Euro). Para las economías avanzadas, el *stock* de activos y pasivos financieros internacionales, expresado como una ratio sobre el PIB, se ha multiplicado por cuatro desde mediados de los años ochenta (ver Kose *et al.*, 2009; y Lane y Milesi-Ferretti, 2007).

La introducción de la moneda única europea ha sido uno de los avances más importantes en los mercados internacionales en el siglo pasado. El análisis del efecto de la moneda única, no sólo sobre el comercio sino también sobre la integración financiera, es fundamental, dado que la libertad de movimiento de capitales entre fronteras es un prerrequisito clave para el funcionamiento de una zona monetaria única. Así, siguiendo la construcción de nuevas series de datos sobre inversión

transfronteriza para un gran número de países (datos CPIS del FMI), estudios recientes examinan el impacto del euro sobre los flujos de capital internacionales (para su análisis, véase Lane, 2006, 2009; y Papaioannou y Portes, 2009) (3). Lane (2006) y Coeurdacier y Martin (2008) estiman que la unión monetaria incrementó la tenencia de bonos (*bond holdings*) transfronterizos en los países de la Zona Euro en un 230 por 100 y un 150 por 100, respectivamente. De manera similar, Lane y Milesi-Ferretti (2008), Coeurdacier y Martin (2007), y de Santis y Gerard (2006), entre otros, documentan que el euro ha incrementado la inversión internacional en acciones entre los estados miembros tanto como un 150 por 100 (4).

Kalemlı-Ozcan, Papaioannou y Peydró (2009a), analizando información bilateral muy detallada sobre activos y pasivos bancarios transfronterizos, encuentran que, tras la adopción del euro, la integración bancaria se incrementó en aproximadamente un 40 por 100 entre los países de la Zona Euro. Adicionalmente, encuentran que el efecto positivo del euro es conducido principalmente por la eliminación del riesgo del mercado cambiario.

Adicionalmente, examinan el impacto de las políticas de armonización legislativa sobre los servicios financieros en Europa que tuvo lugar durante los años de implantación de la moneda única. Bajo el reconocimiento de que las diferencias legales, regulatorias y de supervisión en los mercados financieros suponen impedimentos significativos para la completa integración de los mercados de capitales, los países de la UE implementaron varias reformas en los mercados bancario, de seguros, y de valores a lo largo de la última década. La mayoría de estas medidas se encontraban bajo el

paraguas del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), una ambiciosa iniciativa llevada a cabo por la Comisión y el Consejo de la UE a finales de los años noventa con el objetivo de armonizar el funcionamiento de los intermediarios financieros. Para evaluar el impacto de las reformas del sector financiero en la integración bancaria, los autores utilizan información de la Comisión de la UE y de cada uno de los países UE-15, y generan una nueva serie de datos sobre la implementación de las 27 directivas del PASF en los estados miembros. Encuentran que las actividades bancarias transfronterizas se incrementaron significativamente entre los países europeos que adoptaron rápidamente las directivas sobre servicios financieros del Plan de Acción de Servicios Financieros.

Con respecto al efecto de la crisis actual en relación con la integración financiera de la Zona Euro, aunque las conclusiones en este momento deben ser necesariamente preliminares, dado que la crisis continúa, indicaciones anticipadas sugieren señales de reducciones de integración financiera; por lo que, de cara al futuro, será necesario una mayor vigilancia y monitorización del funcionamiento individual del mercado financiero europeo (ECB, 2009).

III. IMPLICACIONES MACROECONÓMICAS DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

En este apartado analizamos las implicaciones de la integración financiera, en particular, sobre la convergencia entre países (y el crecimiento económico), sobre la distribución del riesgo y la volatilidad, y sobre la interdependencia del ciclo económico, con especial énfasis en la Zona Euro. Hacemos esto empleando información so-

bre periodos de normalidad (información sobre el periodo anterior a la fuerte crisis que estamos experimentando mientras se escribe este artículo).

Kose *et al.* (2009) enfatizan que la integración financiera es beneficiosa para el desempeño económico sólo si se alcanza un umbral mínimo de desarrollo financiero. Estos autores también resaltan que la integración financiera opera, en primer lugar, a través de canales indirectos fomentando el desarrollo financiero, estimulando la reforma de las instituciones clave y promocionando disciplina en la política macroeconómica. Esto también es defendido por la contribución de Gourinchas y Jeanne (2006), quienes muestran que la contribución directa de los flujos de capital al bienestar es cuantitativamente pequeña. Más aún, en términos de evidencia entre países, existe una asociación claramente positiva entre la calidad de las instituciones nacionales y la habilidad para atraer la entrada de capitales (ver, entre otros, Alfaro *et al.*, 2008).

Siguiendo la línea de una serie de estudios recientes (por ejemplo, Abdul *et al.*, 2008), Lane (2008) argumenta que el modelo de flujos de capital neto dentro de la Unión Europea ha evitado con éxito la perversa configuración observada en otras regiones de la economía mundial: los miembros más pobres de la UE han sido capaces de acelerar el proceso de convergencia absorbiendo inversiones de los países miembros más ricos, pero bajo la secuencia persistente de cuentas corrientes deficitarias (España es un claro ejemplo). El autor atribuye esto al carácter multidimensional del anclaje institucional proveído por la pertenencia a la Unión Europea, que ha eliminado muchas de las barreras a los flujos de capital in-

ternacionales a las que aún se tienen que enfrentar otras economías de mercado emergentes.

Kalemli-Ozcan, Manganelli, Paipaoannou y Peydró (2009) presentan nueva evidencia en relación con el impacto de la integración financiera sobre la volatilidad macroeconómica y la distribución del riesgo. Utilizando datos sobre integración bancaria para veinte países industrializados (incluyendo UE-15) de los treinta últimos años, encuentran que un mayor grado de tenencia de activos externos se asocia a un menor nivel de volatilidad en el consumo. También encuentran que un mayor nivel de pasivos bancarios transfronterizos tiende a incrementar las fluctuaciones de producción. Conjuntamente, estos resultados sugieren que la integración bancaria puede que facilite la distribución del riesgo entre países. Estos resultados apoyan a los modelos de distribución del riesgo en el espíritu de Obstfeld (1994), quien resalta los aspectos de la globalización financiera que fomentan el bienestar, al permitir una mayor especialización y una mayor propensión al riesgo. Pero los resultados difieren de estudios empíricos previos, que no consiguen detectar un efecto significativo de la integración financiera sobre la volatilidad macroeconómica (por ejemplo, Kose *et al.*, 2009).

Kalemli-Ozcan *et al.* (2009) cuantifican la diversificación internacional como resultado de la integración bancaria, estimando especificaciones formales de distribución del riesgo. Obtienen que la distribución promedio del riesgo de consumo entre los veinte países desarrollados considerados es del 38 por 100. Esto significa que el 38 por 100 del riesgo específico del país se diversifica al exterior, en promedio, a través de las actividades bancarias transfronterizas de inversión y pres-

tamo. Adicionalmente, los autores encuentran que un país que doble la tenencia de sus activos externos (relativos a la población) es capaz de diversificar al exterior un 17 por 100 adicional. Los pasivos bancarios externos parecen tener un efecto farragoso, pero el coeficiente no es significativo. También estiman regresiones de distribución del riesgo de renta (PNB). Estiman que la distribución promedio del riesgo de renta para las dos últimas décadas ha aumentado, pasando del cero al 12 por 100. Aún más importante, un país que incrementa su tenencia de pasivos externos (relativos a la población) en un 100 por 100 consigue un 18 por 100 de fluidez adicional en la renta. Según sus conocimientos, estos resultados son los primeros en revelar un efecto positivo y económicamente significativo de la integración bancaria transfronteriza sobre la distribución del riesgo. Demyank *et al.* (2007), quienes también investigaron el efecto de la integración bancaria sobre la distribución del riesgo en Europa; sin embargo, no encuentran un efecto significativo de la integración bancaria sobre la distribución del riesgo de consumo. Probablemente, esta diferencia se deba a la muestra, donde este último artículo sólo incluye un número bajo de países y años.

Los hallazgos de Kalemli-Ozcan *et al.* (2009) tienen importantes implicaciones para los políticos de la Zona Euro. Los *shocks* asimétricos en una unión monetaria generan diferenciales de producción e inflación. El impacto de tales *shocks* puede ser considerablemente reducido si los mercados financieros permiten la distribución del riesgo entre países. Hasta el punto en que la distribución del riesgo permite incrementar el consumo, representa un mecanismo de reacción clave de los miembros de una unión monetaria para resolver los *shocks*. Este mecanismo

reduce la necesidad de intervención política para tratar tales asimetrías. Nuestros resultados, consecuentemente, sugieren que el aumento de la integración bancaria transfronteriza ha mejorado, *ex post*, la condición óptima de la unión monetaria a través del perfeccionamiento en la distribución del riesgo de consumo entre los países.

Con respecto a la interdependencia del ciclo económico entre países, modelos teóricos estándar predicen que la integración financiera internacional debería conducir a un menor grado de sincronización del ciclo económico: el impacto sobre un país dado de un *shock* de productividad induce un incremento en el producto marginal del capital y la mano de obra, recibiendo capital en términos netos, lo que hace que crezca incluso más, dando lugar a menores correlaciones de producción entre los países (por ejemplo Backus, Kehoe, y Kydland, 1992; y Baxter y Crucini, 1995). Obstfeld (1994) establece otro mecanismo que también implica una vinculación positiva entre la integración financiera y la divergencia del ciclo económico. En este modelo, la integración financiera desplaza la inversión hacia proyectos arriesgados, permitiendo a los países especializarse según su ventaja comparativa, lo que implica que el crecimiento de la producción en los países integrados debería estar negativamente correlacionado.

Sin embargo, sorprendentemente, la literatura empírica no consigue dar con la asociación negativa, teóricamente predicha, entre la integración financiera y la sincronización del ciclo económico con la información disponible. Si acaso, los estudios entre países encuentran una correlación significativa positiva entre integración financiera y el *co-movement* del producto interior bruto (5).

Kalemli-Ozcan, Papaioannou y Peydró (2009b) muestran que la asociación positiva entre integración financiera y sincronización del ciclo económico detectada en los estudios entre países se debe principalmente a la no consideración de los efectos de los factores fijos de los pares de los países y los *shocks* globales. Estas variables están, en gran medida, latentes, y pueden conducir tanto la integración como la sincronización entre los pares de países, llevando a una correlación positiva entre ambos (por ejemplo, Portugal y España se encuentran financieramente altamente vinculados, dadas las cercanas conexiones en cuanto a distancia y cultura; no conseguir considerar estos factores, implica de forma mecánica encontrar correlaciones espurias). Una vez que los autores controlan los efectos fijos entre los pares de países, encuentran que una mayor integración financiera supone una menor correlación de la producción entre los países, lo que sugiere que las interrelaciones financieras internacionales que buscan las mejores alternativas mundiales de inversión permiten a los países con buenas oportunidades de inversión crecer más, incluso, gracias al hecho de estar integrados con el resto del mundo.

El coste potencial de una mayor integración financiera internacional puede que esté dado por mayores niveles de deuda externa y cuentas corrientes deficitarias, que puede que causen problemas financieros en el momento de una crisis. En el siguiente apartado analizamos las implicaciones de la crisis actual.

IV. INTEGRACIÓN FINANCIERA, CONTAGIO, LOS EFECTOS REALES, Y LA CRISIS

La crisis financiera global 2007-2009 es notable por una serie de

razones, incluyendo obviamente su severidad y velocidad. La envergadura de la crisis ha sido también destacable; esencialmente, todos los países industrializados se han visto afectados, junto con un gran número de economías en desarrollo y emergentes.

Rose y Spiegel (2009) utilizan un indicador de causas múltiples que explota información *cros-seccional* agregada para 107 países. Su aproximación reconoce explícitamente que la severidad de la crisis es una variable continua observada únicamente con error. Empleando una metodología econométrica flexible, que considera que la intensidad de la crisis varía entre países, que su medición es imperfecta y que puede que tenga múltiples causas y manifestaciones, Rose y Spiegel (2009) buscan evidencia de que la crisis financiera 2007-2009 se extiende de manera contagiosa desde los Estados Unidos hacia otros países a través de varios canales financieros y reales que puede que hayan transmitido la crisis desde su epicentro. Mientras los autores creen que es natural modelar los orígenes de la crisis como provenientes de los Estados Unidos, también examinan otros seis epicentros potenciales.

A pesar de su amplia línea de búsqueda, no consiguen encontrar evidencia fuerte de contagio (6). Es más, los países más expuestos a los Estados Unidos, esto es, aquellos que mantenían cantidades desproporcionadas de titulizaciones americanas o dependían altamente de sus exportaciones a los Estados Unidos, parecen, en cualquier caso, haber experimentado menores crisis, manteniendo constantes otros factores.

La falta de contagio financiero a escala internacional a través de interrelaciones financieras con

EE.UU. sugiere que el detonante de la crisis actual puede que haya sido el *subprime* en los Estados Unidos, pero *no* la *causa raíz* (7). Muchos comentaristas y académicos han sugerido que la actual crisis financiera global se originó como resultado de una excesiva relajación de los estándares de préstamo de los bancos previa a la crisis, debido al menos a tres elementos clave: tipos de interés excesivamente bajos, nivel de la actividad de titulización muy elevado y supervisión bancaria débil (8). De esta forma, la crisis que comenzó en el mercado de hipotecas de baja calidad (*subprime*) en los Estados Unidos posiblemente sea la manifestación de problemas con profundas raíces que no resultaban peculiares de un instrumento financiero y/o país determinado, sino que se presentaban globalmente, aunque en diferentes grados. De hecho, existe amplia evidencia empírica de que los tipos de interés a corto plazo demasiado bajos durante mucho tiempo condujeron a los bancos a asumir un riesgo de préstamo significativamente elevado, que se materializó después de que los tipos a corto plazo se incrementaran de forma rápida y significativa (9).

Si bien la actual crisis financiera internacional, según la evidencia, no es causada por las interrelaciones internacionales con los Estados Unidos, la crisis actual muestra que los factores financieros posiblemente incrementen de forma significativa las fluctuaciones del ciclo económico. La crisis financiera actual ha sido caracterizada por una fuerte disminución de la liquidez y de las posiciones de capital de los bancos, siguiendo la materialización de los riesgos acumulados en los años anteriores. Dado que el sistema bancario tiene un papel como pivote en el funcionamiento de la

economía, especialmente en la Zona Euro, probablemente los problemas en el sector bancario causen restricciones crediticias, afectando así al conjunto de la economía.

Jiménez, Ongena, Peydró y Saurina (2009b) analizan datos referidos a la solicitud mensual de préstamos con extensa información sobre empresas y bancos para el periodo que abarca hasta finales de 2008, identificando los efectos de las condiciones económicas y monetarias sobre la oferta de crédito bancaria. Encuentran fuerte evidencia de que tanto las condiciones económicas adversas como las condiciones monetarias contractivas reducen la oferta de crédito, y que esta reducción es más intensa en el caso de firmas y bancos con menos capital y liquidez. Adicionalmente, dentro del conjunto de solicitudes de préstamo de un *mismo prestatario* a diferentes bancos correspondientes a un mes (la calidad del prestatario potencial es, por tanto, fija), encuentran que los bancos con poco capital y liquidez conceden menos préstamos cuando el crecimiento del PIB es menor (o los tipos de interés a corto plazo son más elevados). Así, en periodos adversos, una crisis de capital engendra una crisis crediticia (como definen Bernanke y Lown, 1991) (10).

Los problemas de capital y liquidez de los bancos reducen la oferta de crédito, pero un *shock* negativo en la oferta de crédito ¿reduce el crecimiento del PIB? Ciccarelli, Maddaloni y Peydró (2009), utilizando las respuestas a las encuestas sobre préstamo bancario de la Zona Euro y los Estados Unidos para desenredar la oferta y la demanda de préstamos, encuentran que una oferta de préstamos bancarios más reducida reduce el crecimiento real del PIB. De hecho, la actual caída del crecimiento del PIB está

especialmente relacionada con la contracción de la oferta de préstamos a empresas debida a los problemas de liquidez y solvencia de los bancos en la Zona Euro, y con la reducción de la demanda de préstamos para la adquisición de viviendas en los Estados Unidos. La actual política monetaria expansiva, sin embargo, evita de manera significativa un crecimiento del PIB incluso más bajo que el observado en la Zona Euro.

A fin de cuentas, la evidencia aquí analizada sugiere que la integración financiera con los Estados Unidos no extendió la crisis actual desde el mercado *subprime* de EE.UU. hacia otros países; la crisis actual parece estar originada por otras causas raíz, más comunes. Sin embargo, el agotamiento (*dry-up*) de la liquidez, especialmente en el mercado interbancario internacional y el mercado de titulización, ha causado problemas de liquidez en los bancos (por encima de los problemas de solvencia interrelacionados) que han generado una crisis crediticia para las empresas y los hogares, disminuyendo así la producción agregada.

V. CONCLUSIONES

En este artículo hemos analizado las implicaciones macroeconómicas de la integración financiera internacional, resaltando las implicaciones de la crisis actual y examinando evidencia empírica, principalmente para la Zona Euro. La mayor globalización financiera en las dos últimas décadas ha generado un debate global sobre el impacto macroeconómico de una incrementada integración financiera. La evidencia resumida en este artículo sugiere que ésta resulta positiva para la convergencia económica y la distribución del riesgo entre países, de ahí que fomente el

bienestar de los países de la Zona Euro. En este sentido, las barreras financieras y los obstáculos a la integración financiera en la Zona Euro son perjudiciales y, como consecuencia, la promoción de la integración de los mercados financieros europeos ha sido una de las prioridades de los políticos europeos.

La integración financiera puede que, en casos extremos, traiga inestabilidad financiera, causando caídas significativas en los niveles de producción agregados. La evidencia aquí presentada, sin embargo, sugiere que la crisis financiera actual no fue causada por la exposición de los países a los mercados y productos financieros de los Estados Unidos. No obstante, los problemas de liquidez y capital, en parte debidos al agotamiento (*dry-up*) del mercado interbancario internacional y del mercado de titulización, parecen estar causando una reducción de la oferta de crédito bancaria a las empresas y las familias, reduciendo así el PIB. La actual política monetaria expansiva del Banco Central Europeo está, en cambio, evitando significativamente un crecimiento del PIB incluso más bajo que el observado en la Zona Euro.

NOTAS

(*) Las opiniones que se expresan en este artículo pertenecen exclusivamente al autor, y no deben ser atribuidas al Banco Central Europeo o al Eurosistema.

Traducción de Jodi Cherry.

(1) http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/fsap_guide.pdf.

(2) Véase también PÉREZ, SALAS y SAURINA (2005).

(3) Otras medidas consideradas en la Zona Euro que han tenido un impacto en la integración financiera han sido TARGET, TARGET-2, STEP, SEPA y otras (véase KALEMLI-OZCAN *et al.*, 2009).

(4) Véase también PORTES y REY (2005).

(5) IMBS (2006) utiliza datos bilaterales sobre tenencia de capital construidos por el

FMI de manera cros-seccional para un gran número de países, y muestra una correlación positiva significativa entre las interrelaciones financieras bilaterales y la sincronización de la producción.

(6) Para una definición de contagio y riesgo sistémico, véase BANDT, HARTMANN y PEYDRÓ (2009), y ALLEN y GALE (2007). Para evidencia de contagio interbancario véase IYER y PEYDRÓ (2009).

(7) Emilio BOTÍN, presidente del Banco Santander, distingue entre causas próximas y fundamentales en relación con la crisis actual: «Creo que las causas no pueden ser encontradas en un mercado en particular, como el de los Estados Unidos. Tampoco se limitan a un tipo particular de negocio, tal como el de hipotecas de baja calidad. Éstas detonaron la crisis, pero no la causaron. Las causas son iguales a las de cualquier crisis financiera anterior: excesos y pérdida del trazado en un ambiente extraordinariamente favorable. Es más, algunas realidades de la banca fueron olvidadas: los ciclos existen; las actividades de préstamos no pueden crecer indefinidamente; la liquidez no es siempre abundante y barata; la innovación financiera conlleva riesgos que no pueden ser ignorados» (*Financial Times*, 17 de octubre de 2008).

(8) Véanse, por ejemplo, ALLEN (2008), BORIO y ZHU (2008), BRUNNEMEIER (2009), CALOMIRIS (2008), RAJAN, (2006), TAYLOR (2007 y 2008), y numerosos artículos en *The Financial Times*, *The Wall Street Journal* y *The Economist*.

(9) Véase JIMENÉZ, ONGENA, PEYDRÓ y SAURINA (2009a); de hecho, los diferenciales de préstamos incluso bajaron (ver IOANNIDOU, ONGENA y PEYDRÓ, 2009), y el impacto fue mayor cuando la actividad de titulización fue más elevada y la supervisión bancaria más débil (ver MADDALONI y PEYDRÓ, 2009). En consecuencia, la evidencia aquí examinada sugiere que en los años previos al comienzo de la crisis financiera de 2007, los tipos de interés a corto plazo se encontraban generalmente en niveles muy bajos durante mucho tiempo, la actividad de la titulización era muy elevada y, en algunos mercados y países, el nivel de supervisión bancaria puede que haya sido insuficiente; todos estos factores resultaron en una excesiva relajación de los estándares de préstamo, incrementando así el riesgo bancario (ver SHIN, 2009, acerca de la importancia de los tipos a corto plazo para los bancos).

(10) BERNANKE y LOWN (1991) definen crisis crediticia como «un desplazamiento significativo hacia la izquierda de la curva de oferta de préstamos, *manteniéndose constante el tipo de interés real y la calidad potencial de los prestatarios potenciales*»; relacionando este concepto con la crisis de capital, y proveen evidencia empírica de la crisis económica de EE.UU. a principios de los años 1990.

BIBLIOGRAFÍA

ABDUL A.; D. LEIGH, y A. MODY (2008), «International finance and international conver-

gence: Europe is different,» mimeo, International Monetary Fund.

ADAM, K.; T. JAPPELLI; A.M. MENICINI; M. PADULA, y M. PAGANO (2002), «Alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union», Report to the European Commission.

ALLEN, F. (2008), «Lessons from the crisis», *presentado en el Wharton Club Conference Call*, octubre.

ALLEN, F., y D. GALE (2007), *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press.

ALFARO, L.; S. KALEMLI-OZCAN, y V. VOKOSOVYCH (2008), «Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation», *Review of Economics and Statistics*, 90: 347-368.

AVIAT, A., y N. COEURDACIER (2007), «The Geography of trade in goods and asset holdings», *Journal of International Economics*, 71: 22-51.

BACKUS, D.; P. KEHOE, y F. KYDLAND (1992), «International real business cycles,» *Journal of Political Economy*, 100: 745-775.

BAELE, L.; A. FERRANDO; P. HOERDAHL; E. KRYLOVA, y C. MONNET (2004), «Measuring financial integration in the euro area», *ECB Occasional Paper*, n.º 14.

BANDT, O.; P. HARTMANN, y J.-L. PEYDRÓ (2009), «Systemic risk in banking: An update», en BERGER, A. N., P. MOLYNEUX y J. WILSON (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford University Press, Oxford.

BAXTER, M., y CRUCINI, M. J. (1995), «Business cycles and the asset structure of foreign trade», *International Economic Review*, 36(4): 821-854.

BERNANKE, B., y C. LOWN (1991), «The credit crunch», *Brookings Papers on Economic Activity*: 205-39.

BORIO, C., y H. ZHU (2008), «Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?», *BIS Working Paper*.

BRUNNERMEIER, M. K. (2009), «Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008», *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 77-100.

BRUNNERMEIER, M.; A. CROCKETT; C. GOODHART; A. PERSAUD, y H. SHIN (2009), «The fundamental principles of financial regulation», *Geneva Report 11*.

CALOMIRIS, C. W. (2008), «The subprime turmoil: what's old, what's new, what's next?», ponencia presentada en *Jacques Polak Conference*, International Monetary Fund.

CICCARELLI, M.; A. MADDALONI, y J.-L. PEYDRÓ (2009), «Trusting the bankers: a new look

<p>at the credit channel of monetary policy and hints for the crisis», European Central Bank, mimeo.</p> <p>COEURDACIER, N., y P. MARTIN (2007), «The Geography of asset trade and the euro: insiders and outsiders», <i>CEPR Discussion Paper</i>, n.º 6032: 36.</p> <p>— (2008), «The Geography of asset trade and the euro: insiders and outsiders», <i>Journal of the Japanese and International Economies</i>.</p> <p>DE SANTIS, R., y B. GERARD (2006), «Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union», <i>ECB Working Paper</i> n.º 626.</p> <p>DENYANK, J.; C. OSTERGAARD, y B. SORENSEN (2007), «Risk sharing and portfolio allocation in EMU», <i>EU Commission Working Paper</i>.</p> <p>ECB (2009), <i>Financial Integration Report</i>, European Central Bank, Frankfurt am Main.</p> <p>FERGUSON, R.W.; P. HARTMANN; F. PANETTA, y R. PORTES (2007), <i>International Financial Stability</i>, Geneva Reports on the World Economy.</p> <p>GOURINCHAS, P.-O., y O. JEANNE (2006), «The elusive gains from international financial integration», <i>Review of Economic Studies</i>, 73: 715-741.</p> <p>IMBS, J. (2006), «The real effects of financial integration», <i>Journal of International Economics</i>, 68(2).</p> <p>IOANNIDOU, V.; S. ONGENA, y J.-L. PEYDRÓ (2009), «Monetary policy, risk-taking and pricing: evidence from a natural experiment», presentado en <i>2009 NBER Summer Institute Crisis Group</i>, Cambridge, MA.</p> <p>IYER, R., y J.-L. PEYDRÓ (2009), «Interbank contagion at work: evidence from a natural experiment», <i>The Review of Financial Studies</i>, próxima publicación.</p>	<p>JIMÉNEZ, G.; S. ONGENA; J.-L. PEYDRÓ, y J. SAURINA (2009a), «Hazardous times for monetary policy: what do 23 million bank loans tell us about the impact of monetary policy on credit risk-taking?», presentado en <i>American Finance Association Meetings</i>, San Francisco.</p> <p>— (2009b), «Credit availability: Identifying balance-sheet channels with loan applications and granted loans», European Central Bank, mimeo.</p> <p>KALEMLI-OZCAN, S.; S. MANGANELLI; E. PAPAIOANNOU, y J.-L. PEYDRÓ (2009), «Financial integration and risk sharing: The role of monetary union», próxima publicación, <i>Conferencia The Euro at Ten: 5th European Central Banking</i> 13-14 de noviembre de 2008, Lucrezia Reichlin, editor.</p> <p>KALEMLI-OZCAN, S.; E. PAPAIOANNOU, y J.-L. PEYDRÓ (2009a), «What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade?» <i>NBER Working Paper</i> 1534.</p> <p>— (2009b), «Financial integration and business cycle synchronization», presentado en <i>NBER Summer Institute 2009 Capital Markets and the Macroeconomy</i>.</p> <p>KOSE, M. A.; E. PRASAD; K. ROGOFF, y S.-J. WEI (2009), «Financial globalization: A reappraisal», <i>IMF Staff Papers</i>, próxima publicación.</p> <p>LANE, P. R. (2006), «The real effects of European Monetary Union», <i>Journal of Economic Perspectives</i>, 20: 47-66.</p> <p>— (2008), «EMU and European Financial Integration», mimeo, Trinity College Dublin.</p> <p>— (2009), «The macroeconomics of financial integration: A European perspective», mimeo.</p> <p>LANE, P. R., y G. M. MILESI-FERRETTI (2007), «The external wealth of nations Mark II», <i>Journal of International Economics</i>, 73: 223-250.</p>	<p>— (2008), «The drivers of financial globalization», <i>American Economic Review</i>, 98(2): 327-332.</p> <p>MADDALONI, A., y J.-L. PEYDRÓ (2009), «Bank risk-taking, securitization, supervision and low interest rates: Evidence from lending standards», presentado en la conferencia <i>The Financial Crisis</i> organizada por <i>Review of Financial Studies</i> y Yale School of Management, New Haven, CT.</p> <p>OBSTFELD, M. (1994), «Risk-taking, global diversification, and growth», <i>American Economic Review</i>, 84(5): 1310-1329.</p> <p>PAPAIOANNOU, E., y R. PORTES (2009), «Costs and benefits of running an international currency», European Commission, DG-EC-FIN, Informe especial sobre la economía europea.</p> <p>PÉREZ, D.; V. SALAS-FUMAS, y J. SAURINA (2005), «Banking integration in Europe», Banco de España, <i>Working Paper</i> n.º 519.</p> <p>PORTES, R., y H. REY (2005), «The determinants of cross-border equity flows», <i>Journal of International Economics</i>, 65(2): 269-296.</p> <p>RAJAN, R. G. (2006), «Has finance made the world riskier?», <i>European Financial Management</i>, 12(4): 499-533.</p> <p>ROSE, A., y M. SPIEGEL (2009), «Cross-country causes and consequences of the 2008 crisis: International linkages and American exposure», mimeo.</p> <p>SHIN, H. (2009), «Risk and liquidity», <i>2008 Clarendon Lectures in Finance</i>, próxima publicación, Oxford University Press.</p> <p>TAYLOR, J. (2007), «Housing and monetary policy», presentado en la <i>2007 Jackson Hole Conference</i>.</p> <p>— (2008), «The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong», discurso en el Banco de Canadá, noviembre.</p>
--	--	---

Resumen

Este trabajo presenta evidencia sobre el comportamiento de las compañías de los sectores de la construcción e inmobiliario en España durante el periodo 1997-2007. Para ello, se analizan a nivel agregado los estados financieros de una amplia muestra de empresas constructoras e inmobiliarias. Entre 1997 y 2006 se produjo un extraordinario incremento de las tasas de rentabilidad financiera en estos sectores que prácticamente se desvaneció en un año, 2007. Los resultados del análisis realizado indican que el enorme aumento del endeudamiento de las empresas se tradujo en sustanciales incrementos de rentabilidad para los accionistas, gracias, en parte, al efecto que la especulación en torno a los precios de la vivienda y del suelo generó sobre los resultados. Además, el enorme déficit entre el volumen de fondos generados por las operaciones y el de fondos invertidos en el periodo considerado fue cubierto casi en su totalidad con fondos ajenos, dado que la aportación neta de los accionistas a la generación de *cash flow* en estos sectores fue negativa.

Palabras clave: sector de la construcción, crisis, análisis económico-financiero.

Abstract

This paper presents evidence on the behavior of firms from the construction and real estate sectors in Spain over the period 1997-2007. To this end, a large sample of construction and real estate firms were analyzed. Between 1997 and 2006, these sectors saw an outstanding increase in the return on equity which almost vanished in one year, 2007. The results of the analysis indicate that the massive increase in firms' leverage resulted in substantial increases in profitability for shareholders. To some extent, this fact was thanks to the effect that speculation on the price of housing and land. Moreover, the huge deficit between the amount of cash flow from operations and funds invested in the period was covered almost entirely with external financing, given that funds from shareholders were negative.

Key words: construction sector, crisis, financial statement analysis

JEL classification: D21, M41.

LA SITUACIÓN DE LAS EMPRESAS INMOBILIARIAS Y CONSTRUCTORAS EN ESPAÑA

Belén GILL DE ALBORNOZ NOGUER

Universitat Jaume I e Ivie

Luís MARTÍNEZ ISACH

Universitat Jaume I

Juan FERNÁNDEZ DE GUEVARA RADOSELOVICS (*)

Universitat de València e Ivie

I. INTRODUCCIÓN

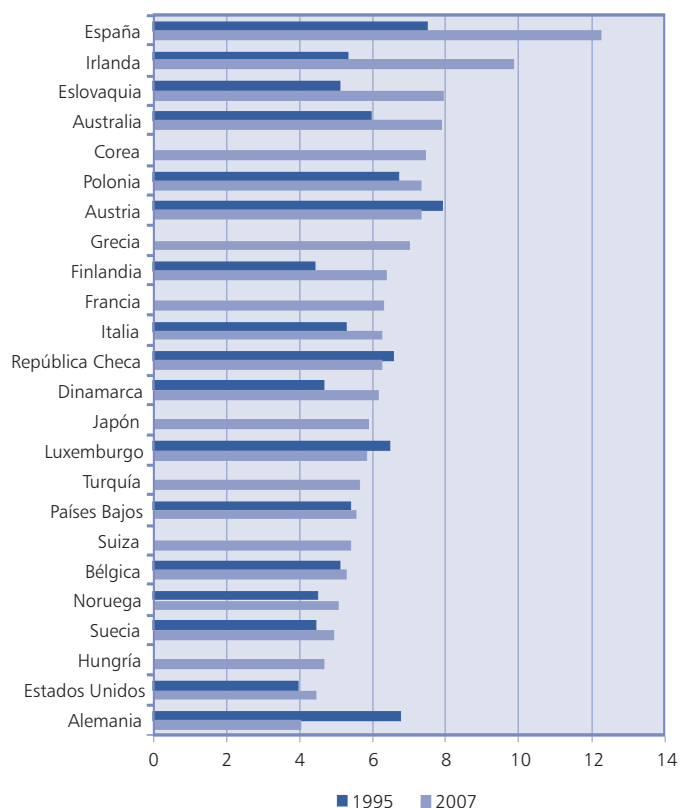
EN la génesis de la crisis económica que vive España se encuentran distintos factores, como el encarecimiento del precio del petróleo a lo largo de la fase expansiva del ciclo, con la consiguiente presión inflacionista; la respuesta de los bancos centrales a la inflación, con subidas de los tipos de interés, y la crisis financiera que estalló en los Estados Unidos y rápidamente se transmitió al resto del mundo, generando una enorme desconfianza en los mercados internacionales, que a su vez provocó falta de liquidez y el consiguiente colapso de los mercados bancarios de los países desarrollados en el otoño de 2008. Sin duda, la economía española se ha visto sometida a un *shock* procedente del exterior casi sin precedentes en su historia reciente. Sin embargo, a lo largo de la fuerte etapa expansiva de la que España disfrutó durante más de una década también se acumularon desequilibrios internos importantes, que han hecho que nuestra economía sea más vulnerable que la de otros países de nuestro entorno. Entre estos desequilibrios, suele hacerse referencia a factores como la rigidez de los mercados de factores productivos, la escasa capacidad de generación de ahorro interno, el creciente endeudamiento de los hogares, la falta de competitividad

en los mercados internacionales y una estructura productiva concentrada en sectores con pequeñas ganancias de productividad. En relación con este último desequilibrio, en el que se centra este trabajo, no es difícil encontrar opiniones en la línea de Martínez (2005): el modelo de crecimiento económico español de los últimos años ha dependido excesivamente del sector de la construcción.

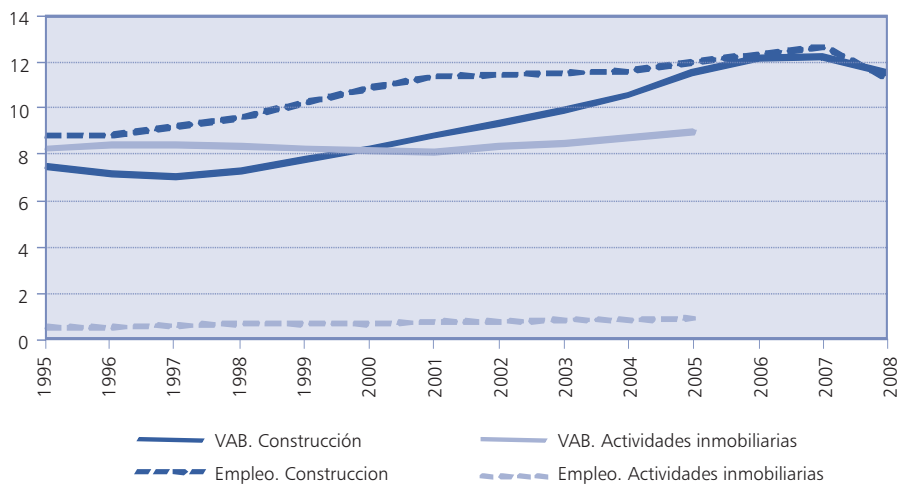
Los datos que ofrece el gráfico 1 son compatibles con la afirmación anterior. Ya antes de que comenzara el último ciclo económico expansivo, el peso del sector de la construcción era mayor en la economía española que en otros países de nuestro entorno. En 1995, el sector de la construcción español representaba el 7,5 por 100 del VAB, sólo superado por Austria, mientras que en pocos países se llegaba al 6 por 100. Pero, además, la concentración de recursos económicos en estos sectores a lo largo del periodo 1995-2007 supuso que su peso relativo en el conjunto de la economía española aumentase, considerablemente en el caso de la construcción, que pasó de representar el 7,5 por 100 del VAB en 1995 al 12,2 por 100 en 2007, y en menor medida en el de las actividades inmobiliarias, que representaron el 8,3 por 100 del VAB en 1995 y el 9 por 100 en 2007.

GRÁFICO 1
PESO DE LA CONSTRUCCIÓN Y DE LAS ACTIVIDADES INMOBILIARIAS EN EL VALOR AÑADIDO. 1995-2008
 (Porcentaje)

a) Comparación internacional. 1995 y 2007



b) España. Evolución temporal. 1995-2008



Fuentes: INE, OCDE y elaboración propia.

Ya hace unos años que algunas voces críticas afirmaban que el crecimiento de la actividad inmobiliaria, y por ende de buena parte de la constructora, se estaba asentando sobre bases poco sólidas: se estaba formando una burbuja inmobiliaria, basada en las expectativas de continuos crecimientos futuros del precio de la vivienda (ej.: García Montalvo, 2003). El cambio de coyuntura les ha dado la razón (1). La burbuja estalló, y desde que comenzó la etapa de ralentización económica, asistimos a un drástico derrumbe de la actividad en estos sectores cuyas consecuencias superan con mucho las de crisis anteriores. En este punto, cabe preguntarse ¿cómo se comportaron las empresas dedicadas a estas actividades a lo largo del ciclo? ¿Actuaron de forma prudente durante los años de crecimiento previendo que tarde o temprano el ciclo expansivo llegaría a su fin? ¿En qué situación afrontan el reto de superar la situación económica actual? En este trabajo se intenta arrojar luz sobre estas cuestiones. En concreto, el objetivo fundamental del trabajo es presentar evidencia empírica sobre el comportamiento de las compañías que operan en estos sectores durante el ciclo expansivo y los primeros momentos de la crisis. Para ello, tras repasar la evolución de la coyuntura del sector inmobiliario a través de diversos indicadores, se analizan a nivel agregado los estados financieros de una amplia muestra de empresas constructoras e inmobiliarias en el periodo 1997-2007.

Los resultados del análisis desarrollado ponen de manifiesto que entre 1997 y 2006 se produjo un extraordinario incremento de las tasas de rentabilidad financiera (resultado después de impuestos sobre recursos propios) de las empresas dedicadas a las actividades inmobiliarias y de construcción.

En 1997 los accionistas de estos sectores obtenían tasas de retorno por su inversión menores que las obtenidas en el agregado de la industria. Diez años después, en 2006, conseguían casi el doble. Pero el enorme incremento de la rentabilidad financiera observado entre 1997-2006 desaparecía totalmente en el caso del sector inmobiliario, y se reducía considerablemente en el de la construcción, en un sólo año, 2007. ¿En qué bases se sustentó ese enorme crecimiento de las tasas de rentabilidad financiera de estas compañías a lo largo del ciclo expansivo? ¿Cuál era la estructura económico-financiera de las empresas? Respondiendo a estas cuestiones, a lo largo de este trabajo se proporciona evidencia de que los pilares en los que se sustentó el enorme crecimiento de las tasas de rentabilidad financiera de estos sectores entre 1997 y 2006 no eran sólidos.

El análisis de descomposición de la rentabilidad financiera llevado a cabo indica que el principal factor causante del crecimiento de este indicador en las empresas inmobiliarias y constructoras entre 1997 y 2006 fue el efecto apalancamiento, que es el producto entre el nivel de endeudamiento y el margen (o diferencial) de apalancamiento. El crecimiento del efecto apalancamiento se basó, a su vez, en el enorme aumento del endeudamiento de las compañías, que contribuyó a incrementar cada vez más la rentabilidad de los accionistas porque el margen de apalancamiento fue positivo durante todo el periodo, es decir, porque el coste de dicho endeudamiento se mantuvo por debajo del nivel de rentabilidad económica. Rentabilidad económica (resultado de la explotación sobre inversión) que, a pesar del sustancial descenso experimen-

tado por la rotación (ventas sobre la inversión), aumentó ligeramente porque el descenso de la rotación se compensó con sustanciales aumentos del margen (resultado de explotación sobre ventas). Si bien se observa que en parte vinieron motivados por una mejora de la eficiencia en costes de las empresas, los incrementos del margen, que fueron especialmente elevados en el sector inmobiliario, se derivaron en parte de los comportamientos especulativos del sector.

El análisis también pone de manifiesto una importante aportación de los ingresos financieros a la rentabilidad financiera de las empresas de estos sectores, principalmente en el caso de las constructoras. Evidencia adicional sugiere que: 1) gran parte de esos ingresos financieros son dividendos de participaciones en capital, y 2) el grado de diversificación de las constructoras españolas es bajo, ya que más del 60 por 100 de las empresas participadas por compañías de este sector pertenecen a los sectores inmobiliario (31 por 100) y de la construcción (30 por 100). Se trata por tanto de una fuente de ingresos que depende de la marcha de la actividad inmobiliaria, y que difícilmente se mantendrá en el futuro.

Finalmente, el análisis del origen y aplicación de fondos pone de manifiesto que, a lo largo del periodo analizado, la aportación neta de los accionistas a la generación de *cash flow* en los sectores de la construcción e inmobiliario fue negativa. En el conjunto del periodo, el *free cash flow* (diferencia entre los fondos generados por las operaciones y los fondos invertidos en inmovilizado y circulante) de estos sectores fue muy negativo. La enorme cantidad de fondos invertidos se

concentró en el circulante en el caso de las empresas inmobiliarias y en el inmovilizado financiero en el caso de la construcción. El déficit de fondos se cubrió prácticamente en su totalidad con fondos ajenos. Los accionistas, sobre todo en el sector de la construcción, recibieron sustanciales dividendos.

El resto del trabajo se organiza como sigue. En el apartado II, se describe la coyuntura del sector inmobiliario y de la construcción a lo largo del último ciclo económico; en el III, se presenta la muestra y se describe la metodología empleada en el análisis económico financiero realizado posteriormente, que consiste en una completa descomposición de la rentabilidad financiera, y en un análisis del origen y aplicación de fondos en los sectores analizados a lo lar-

go del periodo considerado; los apartados IV y V contienen los resultados de dicho análisis. Finalmente, en el apartado VI, se resumen los principales resultados del trabajo y se exponen las conclusiones derivadas de éstos.

II. LA COYUNTURA DE LOS SECTORES DE LA CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIO EN ESPAÑA

Diversos factores, tanto económicos como demográficos, presionaron al alza la demanda de viviendas a lo largo de la etapa expansiva del ciclo económico experimentada por nuestra economía entre mediados de los años noventa y 2007. Así, durante ese periodo, se observó un crecimiento sostenido de los niveles de renta per cápita por encima de buena parte de los paí-

ses desarrollados; el desempleo se redujo, pasando del 24 por 100 en 1990 al 8 por 100 en 2007; los tipos de interés se mantuvieron bajos; el proceso de integración europeo mejoró el acceso a fuentes de financiación distintas de las provenientes del ahorro interno; los flujos migratorios supusieron un incremento sustancial de la población, que también cambió en su composición por el incremento de las separaciones y divorcios y el aumento de la esperanza de vida de la población mayor; y finalmente, aumentó la inversión en vivienda por parte de no residentes.

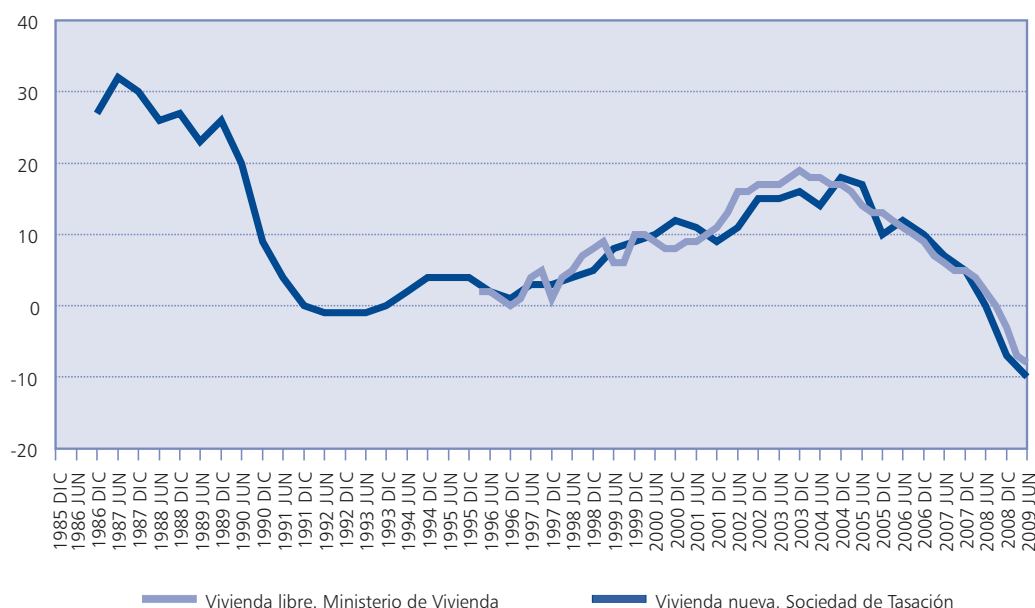
En un mercado como el de la vivienda, en el que la oferta en el corto plazo es rígida, la consecuencia de un aumento de la demanda es un pronunciado incremento de precios. Así ocurrió en España, como muestra claramente el gráfico 2, que representa la

GRÁFICO 2

TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PRECIO MEDIO POR M² DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA.

DICIEMBRE 1985-JUNIO 2009

(Porcentaje)



Fuentes: Ministerio de Vivienda y Sociedad de Tasación.

tasa de variación de dos indicadores del precio de la vivienda: el precio de la vivienda libre, publicado por el Ministerio de Vivienda, y el precio de la vivienda nueva de la Sociedad de Tasación. Ambos indicadores apuntan a que en 1997 comenzó una etapa de fuerte crecimiento en el precio de la vivienda, que se hizo especialmente intenso en el periodo 2003-2005, cuando se alcanzaron incrementos interanuales cercanos al 20 por 100. Los años de mayor crecimiento del precio de la vivienda se corresponden con un crecimiento también espectacular del número de transacciones inmobiliarias. Como muestra el gráfico 3, en 2004 se realizaron más de 800.000 transacciones de vivienda, y en 2005 y 2006 el número de transacciones se situó por encima de las 900.000. Esta estadística sólo está disponible desde 2004, y no permite analizar la evolución de las com-

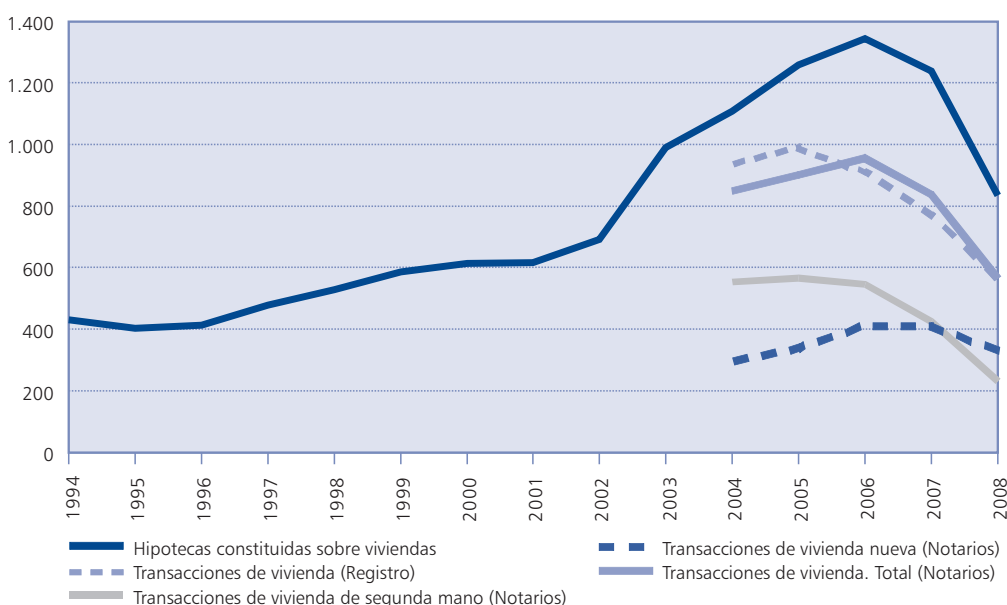
praventas de viviendas a lo largo de todo el ciclo. Pero ésta puede intuirse a partir de la estadística del INE sobre el total de hipotecas constituidas sobre viviendas, que también aparece representada en el gráfico 3: en 2006, el número de hipotecas constituidas en España alcanzó su máximo, con cerca de 1,3 millones, cifra que era 3,12 veces superior a la registrada en el año 1995.

Ante el crecimiento de la demanda de viviendas, el sector de la promoción y construcción aumentó su actividad considerablemente. En el gráfico 4 se muestra la evolución, para el periodo 1991-2008, de tres indicadores que así lo ponen claramente de manifiesto: número de viviendas iniciadas y número de viviendas terminadas. Los datos confirman una aceleración importante en el rit-

mo de construcción de viviendas desde 1997. Ese año se iniciaron aproximadamente 250.000 viviendas libres. En 2006 se iniciaron 2,6 veces más (660.000). El sector de la construcción cada vez representaba un porcentaje más importante de la economía española, acumulando buena parte de la inversión y del empleo generado.

En principio, la evolución de los costes de la construcción a lo largo del ciclo considerado también parecía jugar a favor de la atracción de inversiones a los sectores relacionados con esta actividad. De hecho, en el gráfico 5a se observa que entre 1995 y 2007 se produjo una relativa contención de los costes de mano de obra y de materiales. Estos costes se multiplicaron en el periodo por 1,6, la mitad de lo que lo hizo el precio de la vivienda. Sin embargo, no está tan claro que el margen entre el precio de la vivienda

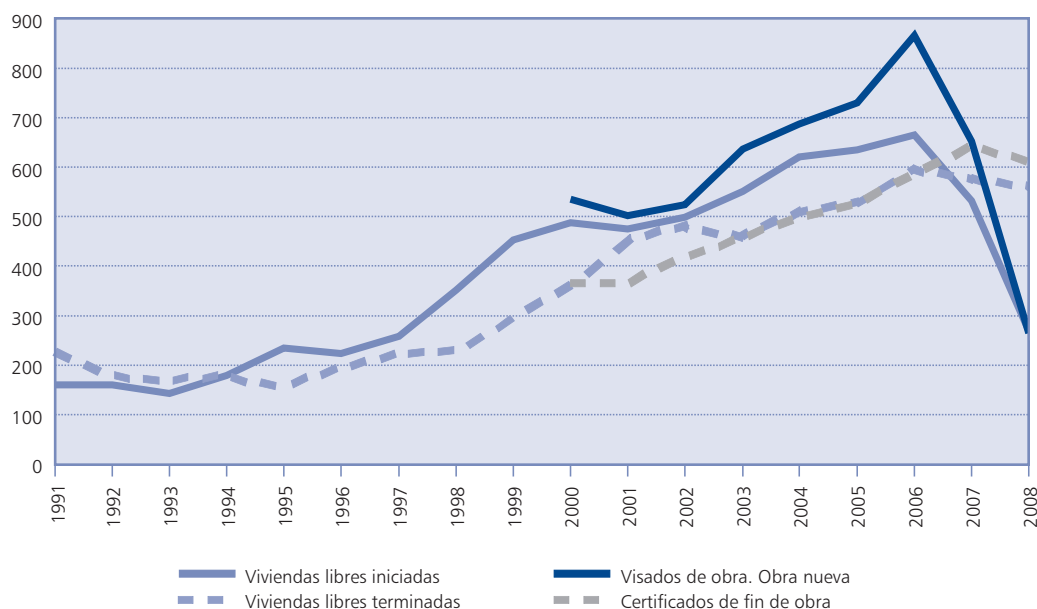
GRÁFICO 3
TRANSACCIONES DE VIVIENDA EN ESPAÑA. 1994-2008
 (Miles de transacciones)



Fuentes: Ministerio de Vivienda, Ministerio de Fomento, Colegio de Registradores, INE y Banco de España.

GRÁFICO 4
VIVIENDAS INICIADAS, VISADAS Y TERMINADAS. 1991-2008

(Miles de viviendas)



Fuentes: Ministerio de Vivienda, Ministerio de Fomento, Colegio de Aparejadores.

y los costes totales de la construcción aumentase durante el ciclo económico expansivo. En el gráfico 5a no aparece la evolución del coste del suelo, factor que se ha convertido en el principal componente del valor de la vivienda. Una estimación de la evolución del coste del suelo, que aparece representada en el gráfico 5b, junto con la evolución del precio de la vivienda, indica que entre 1995 y 2007 el coste de este factor productivo se multiplicó casi por 10 (x10), muy por encima de lo que lo hizo el precio de la vivienda (x3) (2).

Un último factor que sin duda contribuyó de forma decisiva al enorme desarrollo de la actividad inmobiliaria y constructora en España desde mediados de los años noventa hasta 2007 fue la propensión del sector financiero a otorgar crédito a esta actividad. El combustible que se necesitaba para que la

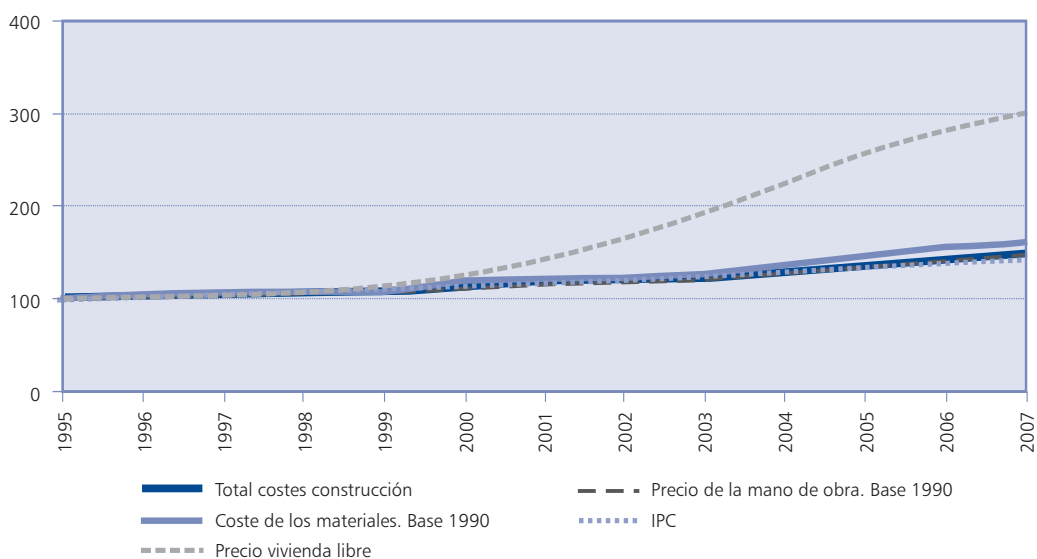
situación continuase era proporcionado por las entidades financieras. Como se observa en el gráfico 6, a lo largo del periodo 1995-2007 el crédito para la compra de viviendas se multiplicó por 9, el crédito a actividades de construcción por 6,7, y el crédito a actividades inmobiliarias por 25. Las actividades relacionadas con el «ladrillo» pasaron de representar el 39 por 100 del total de crédito concedido en 1995 a representar el 61 por 100 en diciembre de 2007.

Diversos trabajos han analizado la cuestión de si era proporcionada la reacción de la oferta de viviendas ante el incremento de demanda. La respuesta a esta pregunta pasa por analizar si el volumen de viviendas construidas o iniciadas a lo largo de esta etapa del ciclo económico se adecuaba a la demanda no especulativa existente, o si, en cambio, había un exceso de capa-

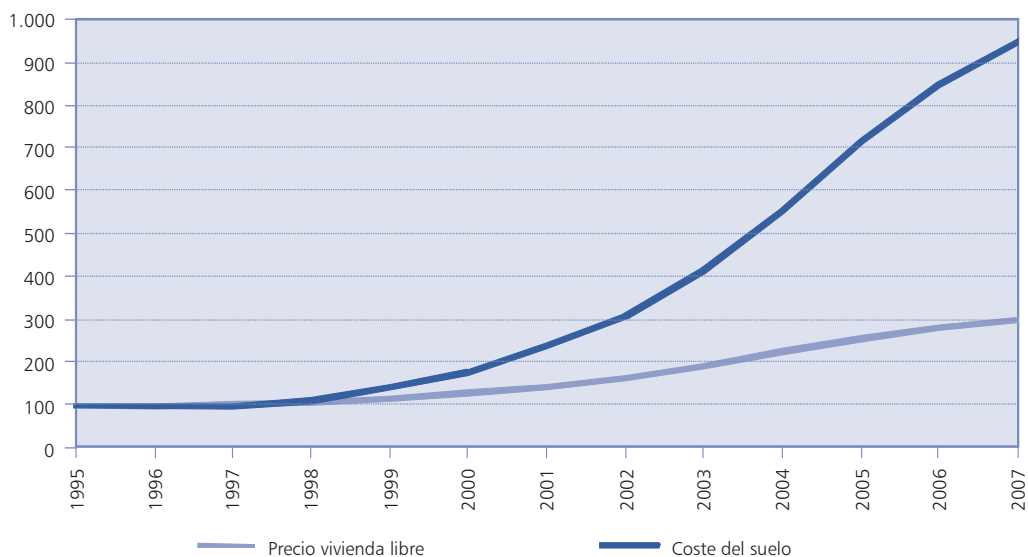
cidad. Los estudios que han analizado esta cuestión cifran en torno a 350.000-400.000 los nuevos hogares creados anualmente (3). Estos nuevos hogares constituirían la demanda nueva potencial de vivienda. Si esta cifra se compara con la del número de viviendas construidas en los últimos años, parece claro que se generó un exceso de oferta. Si la demanda ha estado por encima de este número de viviendas construidas, tal y como el crecimiento del precio de la vivienda parece indicar, es síntoma de que ésta se ha visto empujada al alza por otros factores, fundamentalmente especulativos. En este sentido, por ejemplo García Montalvo (2008) documenta el proceso de formación de una burbuja inmobiliaria en España desde mediados de los noventa, y la importancia de las expectativas como factor determinante último del fuerte crecimiento de la demanda de viviendas.

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DE LOS COSTES DE CONSTRUCCIÓN Y DEL PRECIO DE LA VIVIENDA. 1995-2007

a) Costes de construcción y precio de la vivienda
(1995=100)



b) Coste del suelo y precio de la vivienda
(1995=100)



Fuentes: INE, Ministerio de Vivienda, Ministerio de Fomento y Fundación BBVA-Ivie.

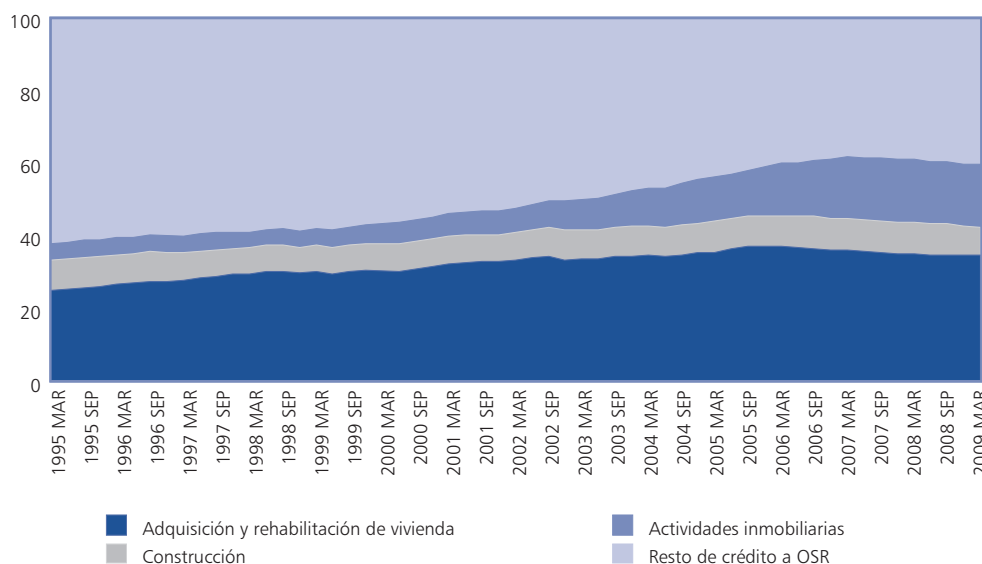
La existencia de una demanda de origen especulativo quedó patente tras el cambio de coyuntura que se produjo en 2007, y especialmente desde el estallido de la crisis

financiera. La crisis ha supuesto un *shock* doble para el mercado de la vivienda español. En primer lugar, se han desvanecido las expectativas de crecimiento futuro de

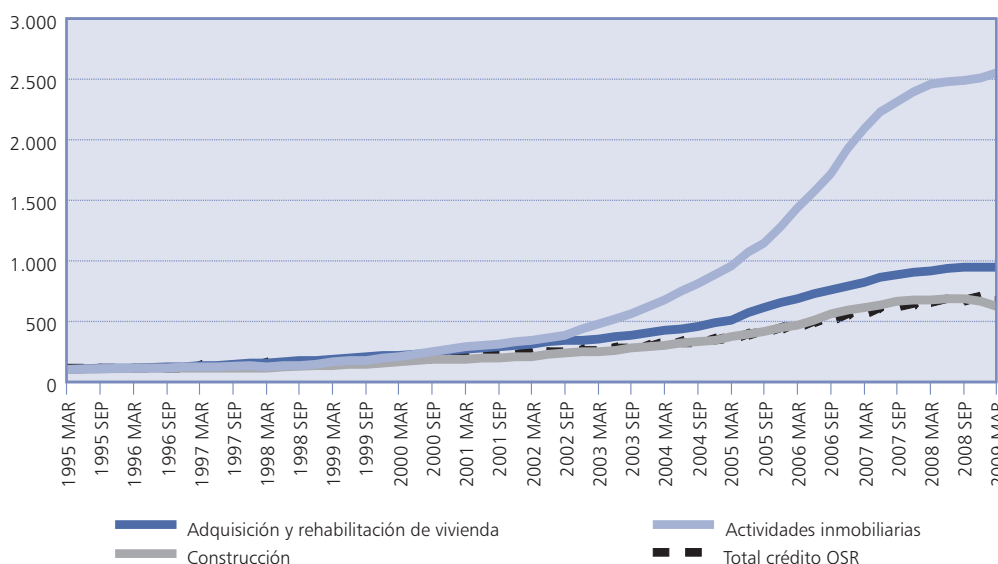
precios, y con ellas buena parte de la demanda de viviendas. Los gráficos 2 a 4 reflejan esta situación. Desde 2007, los precios de la vivienda comenzaron una senda ba-

GRÁFICO 6
CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES (OSR): CRÉDITO PARA LA COMPRA DE VIVIENDA, CONSTRUCCIÓN Y ACTIVIDADES INMOBILIARIAS. MARZO 1995 - MARZO 2009

a) Estructura porcentual
 (Porcentajes)



b) Crecimiento
 (1995=100)



Fuente: Banco de España.

jista que aún no ha terminado. En junio de 2009, la caída interanual de los precios se situaba cerca del 10 por 100. Los datos de transacciones de vivienda y las hipotecas

constituidas muestran caídas bruscas, al igual que el número de viviendas iniciadas y visadas (en 2008 se situaron por debajo de las 300.000). Los únicos indicadores

que, debido a la inercia lógica que presentan, todavía no muestran una marcada caída son las viviendas terminadas y las certificaciones de fin de obra. En segundo lugar,

los mercados financieros internacionales están prácticamente cerrados, especialmente para entidades tan expuestas al negocio inmobiliario como las españolas. Como consecuencia de ello, la financiación al sector de la construcción se ha resentido notablemente. En el gráfico 7 se comprueba que en diciembre de 2007 las dificultades para las empresas constructoras e inmobiliarias habían comenzado, pues la tasa de morosidad de los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito comenzó a acelerarse exponencialmente, especialmente en estos sectores.

En definitiva, lo expuesto en este apartado indica que el sector de la construcción disfrutó durante más de una década, y hasta 2007, de una coyuntura muy favorable, en la que la demanda crecía de forma notable y la financiación era abundante y barata, a

otra situación en la que las condiciones para las empresas del sector son mucho más difíciles.

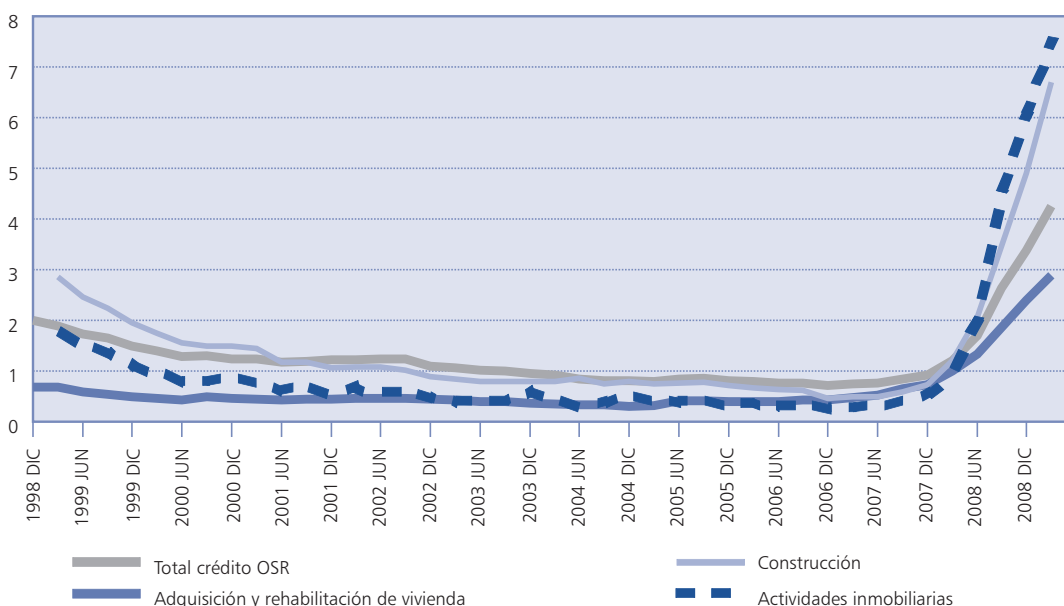
III. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO: ANÁLISIS DE LA MUESTRA Y METODOLOGÍA

La muestra de empresas utilizada para llevar a cabo el análisis económico-financiero que se presenta posteriormente se obtuvo de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos). Esta base de datos contiene, entre otra información, datos históricos de las cuentas anuales depositadas por empresas españolas en el Registro Mercantil. La amplia cobertura ofrecida por SABI nos permite obtener una muestra representativa de empresas constructoras (código CNAE93 45) e inmobiliarias (código CNAE93 70). Además, al objeto de utilizar

una referencia en el análisis de los sectores objetivo, se recopiló también la información correspondiente a las empresas del resto de actividades industriales. Este agregado de la industria incluye empresas cuyo código CNAE93 de dos dígitos pertenece a los grupos 1, 2, 3 y 4, excluyendo la construcción (subgrupo 45). Se utilizan los estados financieros del periodo 1997-2007, ambos incluidos. Este periodo cubre todo el ciclo expansivo de la economía y el principio de la actual crisis, que, como se comprobó en los apartados anteriores, se advertía ya nítidamente en 2007.

Después de depurar el universo empresarial contenido en SABI (4), se obtuvo una muestra inicial compuesta por 525.824 observaciones anuales de empresas inmobiliarias, 791.158 de empresas constructoras y 870.596 observaciones pertenecientes a compañías del agre-

GRÁFICO 7
TASA DE MOROSIDAD DEL CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES: COMPRA DE VIVIENDA, CONSTRUCCIÓN Y ACTIVIDADES INMOBILIARIAS. DICIEMBRE 1998-MARZO 2009
 (Porcentaje)



Fuente: Banco de España.

gado de la industria. Algunos de los indicadores clave del análisis de descomposición de la rentabilidad financiera llevado a cabo no pueden calcularse para el subconjunto de empresas que presenta balance abreviado, ya que el nivel de desglose de las partidas que ofrece este formato de balance no permite aproximar razonablemente el importe de la deuda sin coste explícito. Por esta misma razón, tampoco puede realizarse en empresas con balance abreviado el análisis de origen y aplicación de fondos que se incluye en el trabajo. Por ello, los resultados que se muestran en los apartados IV y V se refieren al subconjunto de compañías con balance normal que, como se desprende de la información proporcionada en el cuadro número 1, a pesar de representar un porcentaje pequeño del total de compañías de la muestra, tienen un peso muy importante en el volumen de negocio agregado de los respectivos sectores (5). El estudio parte de la agregación para cada sector de actividad considerado de los balances de situación y cuentas de resultados individuales de las empresas de la muestra (6), cu-

ya estructura aparece detallada en el anexo I.

A lo largo de todo el periodo considerado, las cuentas anuales individuales de todas las empresas españolas debían ser elaboradas siguiendo el Plan General Contable de 1990, por lo que la información contable analizada es homogénea en cuanto a los criterios de valoración y normas de reconocimiento contable que les eran de aplicación (7).

En primer lugar, se plantea una completa descomposición del indicador de rentabilidad financiera que nos permitirá identificar los factores en los que se ha sustentado su evolución durante el periodo analizado. El esquema 1 sintetiza la estructura de este análisis, cuyo desarrollo analítico se detalla en el anexo II.A). La rentabilidad financiera —ROE (*return on equity*)— relaciona el beneficio económico obtenido en un determinado periodo de tiempo con los recursos invertidos por los accionistas de la empresa. Si tomamos el resultado del ejercicio como medida de beneficio económico para calcular la

rentabilidad financiera, ésta puede expresarse como la suma de los cinco componentes siguientes:

a) *Rentabilidad económica* —ROA (*return on assets*)—: relaciona el resultado de la explotación con la totalidad de los recursos empleados para su obtención, sin tener en cuenta el origen de éstos. Es decir, es la tasa de retorno que obtiene la empresa con su actividad por unidad de inversión. La definición de inversión utilizada en los cálculos es la de inversión neta, que excluye la financiación que surge espontáneamente en el tráfico habitual de la empresa, fundamentalmente proporcionada por los acreedores comerciales, y que suele considerarse que no tiene coste (explícito) para la empresa.

b) *Efecto apalancamiento*: mide el impacto del endeudamiento de la empresa sobre la rentabilidad del accionista. Este efecto depende, a su vez, de dos factores: el grado de endeudamiento (cociente entre la deuda y los recursos propios) y el margen de apalancamiento (diferencia entre la rentabilidad económica y el

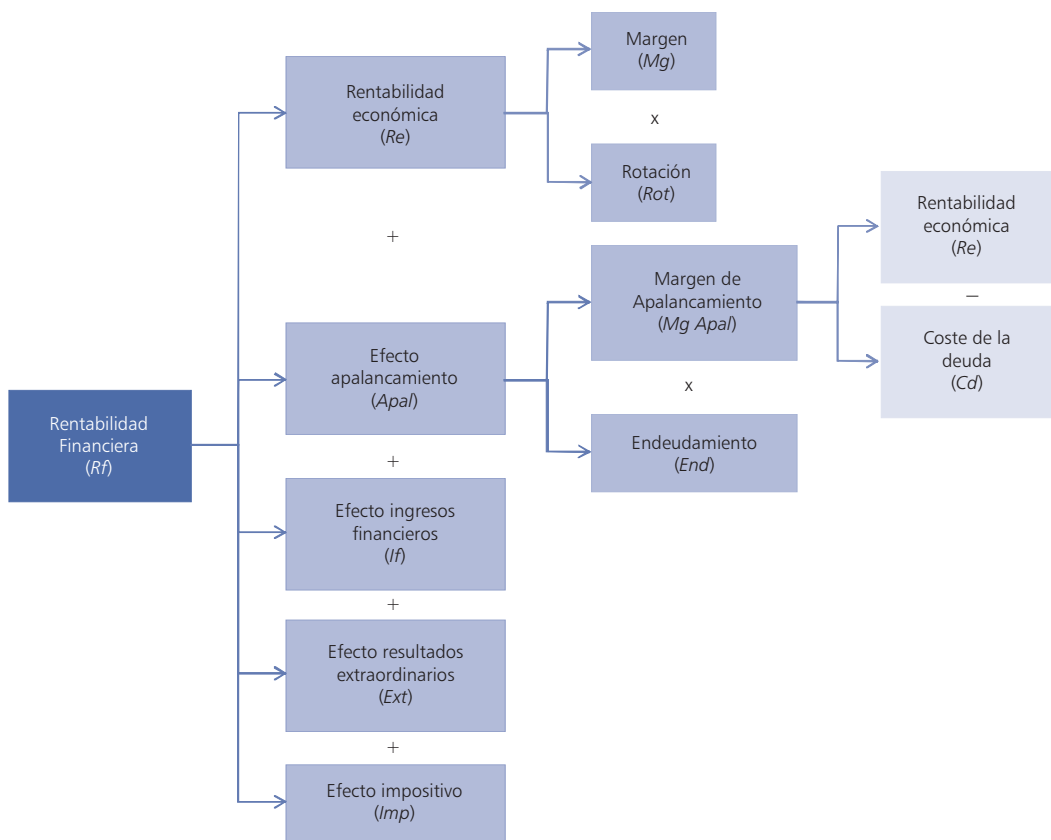
CUADRO N.º 1

MUESTRA DE EMPRESAS OBTENIDA DE SABI (NÚMERO DE EMPRESAS, MILES DE EUROS Y PORCENTAJES)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de empresas											
Inmobiliarias	20.555	25.513	30.465	33.706	42.072	53.736	60.587	62.528	67.732	71.457	57.473
Porcentaje balance normal....	6,5	5,9	5,7	5,5	5,3	5,2	5,0	4,7	4,8	4,8	4,9
Constructoras	34.280	38.776	45.515	51.638	68.076	81.655	86.978	90.155	97.737	103.886	92.462
Porcentaje balance normal....	4,4	4,0	3,9	3,9	3,5	3,4	3,6	3,8	3,8	4,0	4,3
Industria	57.216	62.400	68.050	72.231	82.476	89.532	90.378	89.380	90.587	89.746	78.600
Porcentaje balance normal....	12,4	11,3	10,8	10,3	9,4	9,1	9,2	9,6	9,7	10,0	10,2
Cifra de negocios (millones de euros)											
Inmobiliarias	72.611	88.479	109.719	134.722	163.546	198.345	246.541	304.927	385.020	497.518	492.454
Porcentaje balance normal....	40,2	40,7	39,7	39,5	41,1	41,1	41,6	44,9	45,2	48,4	48,6
Constructoras	56.143	66.832	80.748	93.106	106.566	123.732	146.447	170.135	204.224	252.104	267.642
Porcentaje balance normal....	61,7	61,8	61,9	63,9	61,5	61,9	62,1	62,5	62,0	64,4	66,2
Industria	196.594	217.342	247.070	267.311	275.977	292.509	307.749	330.247	358.039	381.999	372.690
Porcentaje balance normal....	77,7	78,4	77,9	76,5	76,2	78,1	78,3	79,4	79,9	75,8	80,9

Fuente: SABI y elaboración propia.

ESQUEMA 1
ANÁLISIS DE DESCOMPOSICIÓN DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA



coste del endeudamiento). Si la rentabilidad económica supera al coste del endeudamiento (aproximado a partir de la ratio gastos financieros sobre deuda), mayores niveles de endeudamiento resultan en mayores tasas de rentabilidad financiera. Y viceversa, si la empresa no es capaz de obtener un rendimiento por su inversión superior al coste de su deuda, mayores niveles de deuda suponen menor rentabilidad para el accionista. La definición de deuda considerada excluye la financiación sin coste explícito.

c) *Efecto de los ingresos financieros*: mide la parte de la rentabilidad financiera que proviene de los ingresos de carácter financie-

ro, y que, sumado al efecto apalancamiento, suele denominarse efecto financiero.

d) *Efecto de los resultados extraordinarios*: mide la parte de la rentabilidad financiera que proviene de los resultados de carácter extraordinario.

e) *Efecto impositivo*: es el componente de la rentabilidad del accionista que se deriva de la carga impositiva a la que están sujetos los beneficios empresariales, vía impuesto de sociedades.

En segundo lugar, se lleva a cabo un análisis del origen y la aplicación de fondos sectorial durante el periodo analizado. La estructu-

ra de este análisis se sintetiza en el esquema 2, y su desarrollo analítico se recoge en el anexo II.B). Este análisis permite dar respuesta básicamente a dos cuestiones: ¿de dónde proviene el *cash flow* generado en los sectores estudiados durante el periodo analizado? y ¿qué destino se ha dado a ese *cash flow*? Los siguientes puntos describen sintéticamente la estructura de este análisis:

1. El *cash flow* operativo, o fondos generados por las operaciones, se obtiene sumando al resultado de la explotación después de impuestos las amortizaciones y la variación de las provisiones de tráfico del ejercicio, que constituyen gastos (o ingresos en el caso del

ESQUEMA 2 ANÁLISIS DEL ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS

Resultado de explotación después de impuestos
+ Dotación amortización
+ Variación de provisiones de tráfico
= Cash Flow operativo
- Variación de necesidades operativas de fondos (N.O.F)
- Variación de inmovilizado material e inmaterial
- Variación de inmovilizado financiero
= Free Cash Flow
+ Ingresos financieros después de impuestos
- Gastos financieros después de impuestos
+ Variación de deuda con coste
+ Resultados extraordinarios después de impuestos
+ Variación de deuda a largo plazo sin coste
= Superávit (déficit)
+ Variación de fondos propios
+ Variación de capital suscrito
- Resultados distribuidos
+ Variación otras reservas
= Variación de tesorería

exceso de provisiones), pero no salidas (o entradas) de tesorería.

2. Si al *cash flow* operativo le sumamos la inversión (o desinversión), en circulante y en inmovilizado, que ha hecho la empresa a lo largo del ejercicio, obtenemos el *free cash flow*, concepto que se utiliza frecuentemente como una medida de los fondos generados en la actividad que quedan disponibles para remunerar a los proveedores de financiación, tanto propia como ajena.

3. Si el *free cash flow* es negativo (8), porque las inversiones realizadas en el periodo superan a los fondos generados por la actividad, los fondos necesarios para compensar la diferencia entre fondos invertidos y fondos generados por las operaciones tienen que compensarse con:

a) la variación de tesorería en el periodo. Si la tesorería aumenta (dis-

minuye) en el periodo tendremos una aplicación (origen) de fondos;

b) los fondos relacionados con la actividad financiera de la empresa en el periodo, que básicamente se compone de la aplicación de fondos que supone el pago de la carga financiera de la deuda en el periodo, el origen de fondos que suponen los ingresos financieros del periodo, y el origen (si es positiva) o aplicación (si es negativa) de fondos que supone la variación neta de la deuda con coste en el periodo;

c) las aportaciones netas de los accionistas, esto es, la variación de los recursos propios en el periodo.

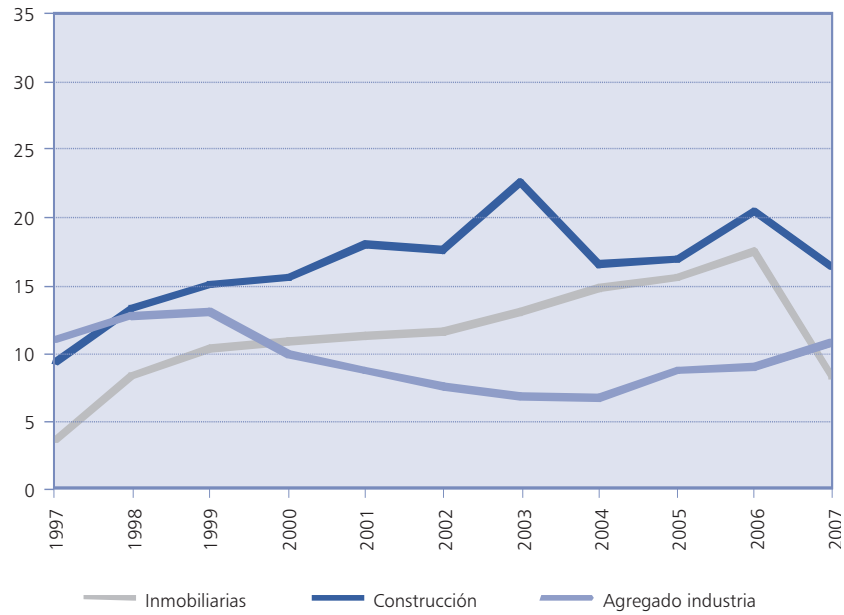
Cualquiera de estas tres partidas (a, b y c) podría ser también negativa, y por tanto implicar una aplicación de fondos, que debería compensarse por el resto junto con el del *free cash flow* negativo.

IV. RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE DESCOMPOSICIÓN DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA

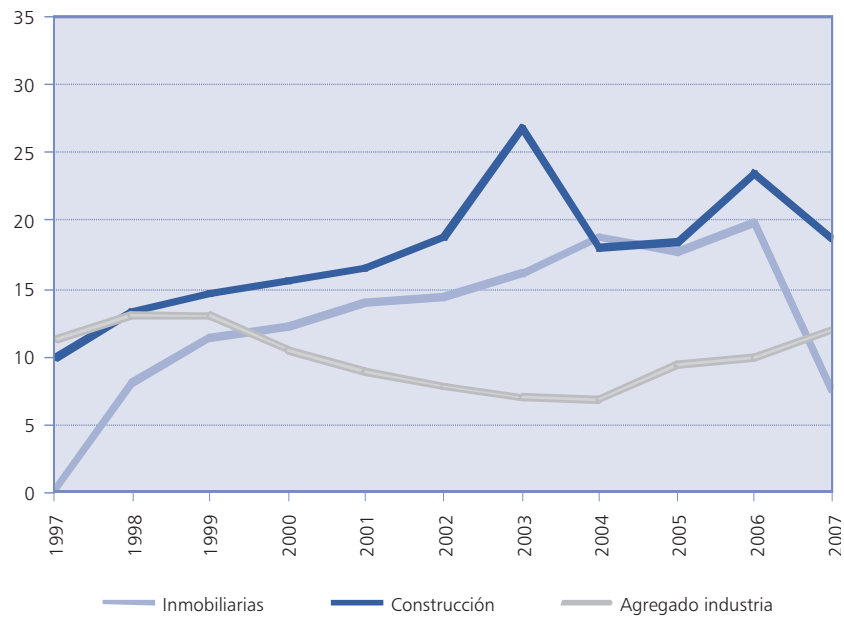
El gráfico 8 muestra la evolución en el periodo 1997-2007 del indicador de rentabilidad financiera para los tres sectores analizados, tanto para el conjunto de la muestra inicial obtenida de SABI como para el subconjunto de empresas que presentan balance con formato normal. Se comprueba que la evolución del indicador es similar en el total de la muestra y en el subconjunto de empresas con balance normal, aunque en los sectores inmobiliario y de la construcción el nivel del indicador es mayor en esta última submuestra. En 1997, la rentabilidad financiera del sector inmobiliario y la del sector de la construcción se encontraban por debajo de la del agregado de la industria. Durante 1997 y 2006 el indicador creció extraordinariamente en los dos primeros sectores y decreció ligeramente en el agregado de la industria. Como consecuencia de ello, en 2006, la rentabilidad de los accionistas del sector inmobiliario y de la construcción era más del doble que la de los del agregado de la industria. Pero ese enorme *gap* generado en una década desapareció totalmente en el caso del sector inmobiliario, y se redujo considerablemente en el de la construcción, en tan solo un año. En 2007, la rentabilidad financiera de las empresas grandes del sector inmobiliario (las que presentan balance normal) perdía casi 12,5 puntos porcentuales, y se situaba de nuevo por debajo de la del agregado de la industria. El descenso fue menor en el sector de la construcción, que perdió cinco puntos porcentuales. El resto del análisis incluido en este apartado persigue identificar los factores en los que se basó ese ex-

GRÁFICO 8
EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA. 1997-2007
 (Porcentaje)

a) Muestra total



b) Muestra de empresas que presentan balance con formato normal



Fuente: SABI y elaboración propia.

traordinario crecimiento de la rentabilidad financiera de las compañías constructoras e inmobiliarias entre los años 1997 y 2006, para que se produjera una caída tan

brusca en 2007. Para ello, se descompone el indicador de rentabilidad financiera según indica el esquema 1. Esta descomposición se centra, como se ha mencionado

en el apartado anterior, en la muestra de empresas que presenta balance normal. Los datos de la descomposición completa se presentan en el cuadro n.º 2.

CUADRO N.º 2

EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA Y SUS COMPONENTES. 1997-2007
(NÚMERO DE EMPRESAS, PORCENTAJES Y PUNTOS PORCENTUALES)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Sector inmobiliario</i>											
<i>N</i>	1.343	1.580	1.751	1.844	2.215	2.782	3.012	2.909	3.241	3.397	2.808
Rentabilidad financiera (%) (1) = suma (2) a (6)	0,34	8,07	11,38	12,17	13,86	14,38	16,12	18,70	17,72	19,85	7,47
Rentabilidad económica (%) (2) = (2.1) x (2.2).....	4,19	5,66	7,30	7,51	8,44	8,47	8,80	9,33	8,42	8,20	4,52
Margen (%) (2.1)	9,90	12,82	17,34	18,69	20,49	20,85	22,66	25,39	25,79	27,47	22,44
Rotación (2.2)	0,42	0,44	0,42	0,40	0,41	0,41	0,39	0,37	0,33	0,30	0,20
Efecto apalancamiento (%) (3) = (3.1) x (3.2)	-0,73	1,25	3,69	3,98	4,56	5,94	7,92	10,77	10,42	10,61	-0,38
Endeudamiento (3.1)	1,07	0,93	0,96	1,07	1,19	1,31	1,48	1,73	1,94	2,19	2,48
Margen de apalancamiento (%) (3.2) = (2) - (3.2.1)....	-0,68	1,25	3,84	3,72	3,85	4,55	5,34	6,22	5,38	4,84	-0,15
Coste de la deuda (%) (3.2.1)	4,88	4,41	3,46	3,79	4,60	3,92	3,47	3,11	3,04	3,36	4,68
Efecto ingresos financieros (%) (4)	1,80	2,54	2,43	2,48	3,05	2,61	3,07	3,36	3,69	5,21	4,99
Efecto resultados extraordinarios (%) (5)	-4,56	1,62	2,18	2,92	2,66	2,31	2,71	2,49	2,40	3,36	0,22
Efecto impositivo (%) (6) = - (7) x suma (2) a (6).....	-0,37	-2,93	-4,21	-4,71	-4,85	-4,94	-6,37	-7,24	-7,21	-7,52	-1,89
Tasa impositiva (7).....	0,52	0,26	0,27	0,28	0,26	0,26	0,28	0,28	0,29	0,27	0,20
<i>Sector de la construcción</i>											
<i>N</i>	1.516	1.541	1.781	2.012	2.396	2.811	3.174	3.401	3.701	4.158	3.931
Rentabilidad financiera (%) (1) = suma (2) a (6)	9,88	13,28	14,56	15,53	16,48	18,73	26,81	17,91	18,29	23,45	18,55
Rentabilidad económica (%) (2) = (2.1) x (2.2).....	7,89	9,38	9,30	9,97	10,20	10,16	10,09	9,78	9,17	8,50	7,08
Margen (%) (2.1)	5,59	5,66	5,84	6,94	7,25	6,91	7,34	7,85	7,61	7,46	6,86
Rotación (2.2)	1,41	1,66	1,59	1,44	1,41	1,47	1,38	1,25	1,20	1,14	1,03
Efecto apalancamiento (%) (3) = (3.1) x (3.2)	1,83	3,82	5,02	6,20	6,83	7,70	8,24	7,75	7,89	7,46	4,29
Endeudamiento (3.1)	0,86	0,90	1,01	1,14	1,24	1,32	1,29	1,23	1,34	1,53	1,71
Margen de apalancamiento (%) (3.2) = (2) - (3.2.1)....	2,13	4,24	4,96	5,44	5,53	5,84	6,40	6,30	5,89	4,89	2,51
Coste de la deuda (%) (3.2.1)	5,76	5,14	4,34	4,54	4,67	4,32	3,70	3,48	3,28	3,61	4,57
Efecto ingresos financieros (%) (4)	3,97	5,11	4,43	5,11	6,12	6,53	9,87	7,70	7,69	8,92	12,13
Efecto resultados extraordinarios (%) (5)	0,13	-0,36	0,56	-0,17	-0,66	1,29	5,91	-0,87	-0,10	6,39	0,28
Efecto impositivo (%) (6) = - (7) x suma (2) a (6).....	-3,94	-4,67	-4,73	-5,58	-6,01	-6,95	-7,29	-6,45	-6,35	-7,81	-5,22
Tasa impositiva (7).....	0,29	0,26	0,25	0,26	0,27	0,27	0,21	0,26	0,26	0,25	0,22
<i>Agregado industria</i>											
<i>N</i>	7.108	7.081	7.367	7.468	7.789	8.152	8.278	8.537	8.777	8.938	7.998
Rentabilidad financiera (%) (1) = suma (2) a (6)	11,26	13,02	13,02	10,39	8,86	7,67	6,87	6,77	9,37	9,91	11,89
Rentabilidad económica (%) (2) = (2.1) x (2.2).....	10,03	11,19	10,56	9,14	7,92	7,75	7,20	7,31	6,36	6,41	7,18
Margen (%) (2.1)	5,73	6,33	6,18	5,49	5,11	5,17	4,89	4,95	4,51	4,57	5,29
Rotación (2.2)	1,75	1,77	1,71	1,66	1,55	1,50	1,47	1,48	1,41	1,40	1,36
Efecto apalancamiento (%) (3) = (3.1) x (3.2)	2,57	4,30	5,04	3,70	2,53	2,86	2,88	3,46	2,70	2,68	2,34
Endeudamiento (3.1)	0,75	0,78	0,84	0,88	0,92	0,95	0,94	0,95	0,99	1,02	1,04
Margen de apalancamiento (%) (3.2) = (2) - (3.2.1)....	3,42	5,52	5,98	4,21	2,75	3,01	3,06	3,65	2,73	2,63	2,25
Coste de la deuda (%) (3.2.1)	6,61	5,68	4,57	4,93	5,17	4,74	4,14	3,66	3,62	3,78	4,92
Efecto ingresos financieros (%) (4)	3,02	2,94	2,88	2,79	2,99	2,39	2,38	2,43	2,87	3,70	3,93
Efecto resultados extraordinarios (%) (5)	-0,11	-0,58	-0,26	-0,90	-1,13	-2,26	-2,35	-2,70	0,78	0,84	2,31
Efecto impositivo (%) (6) = - (7) x suma (2) a (6).....	-4,25	-4,83	-5,19	-4,33	-3,45	-3,05	-3,25	-3,73	-3,33	-3,71	-3,86
Tasa impositiva (7).....	0,27	0,27	0,29	0,29	0,28	0,28	0,32	0,36	0,26	0,27	0,25

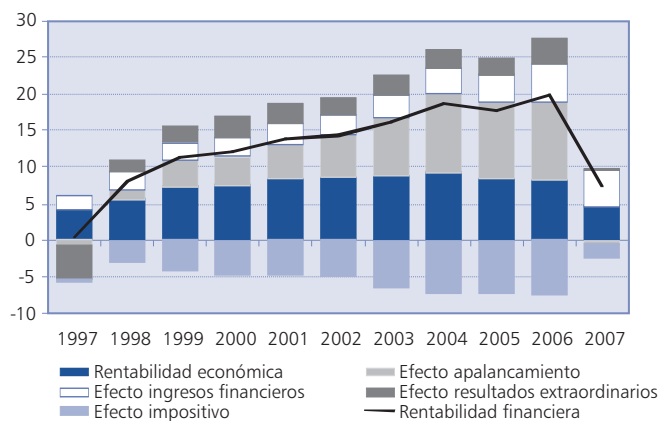
Fuente: SABI y elaboración propia.

1. Primer nivel de la descomposición

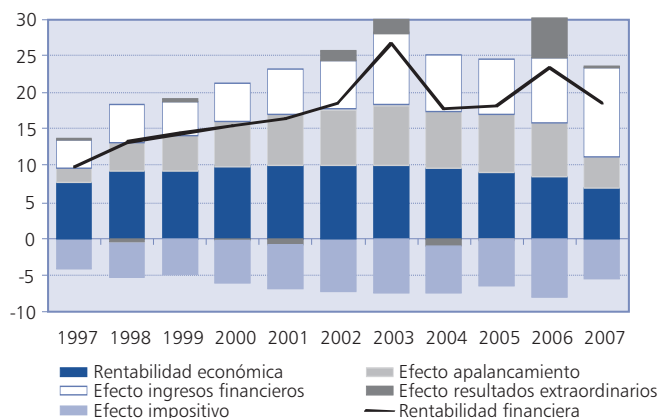
En el gráfico 9 se representa la evolución del primer nivel de descomposición de la rentabilidad financiera. El principal determinante del crecimiento de la rentabilidad financiera en los sectores de la construcción e inmobiliario entre 1997 y 2006 fue el efecto apalancamiento. A diferencia de lo observado en el agregado de la industria, donde este componente de la rentabilidad financiera se mantuvo más o menos constante en ese periodo, en el sector inmobiliario y en el de la construcción es el factor que más creció. En 1997 el efecto del apalancamiento en la rentabilidad financiera del sector inmobiliario era incluso negativo (-0,73 por 100), y el del sector de la construcción estaba en torno al 1,8 por 100, en ambos casos por debajo del agregado de la industria (2,57 por 100). Diez años después, en 2006, el factor apalancamiento en el agregado de la industria se encontraba en el 2,7 por 100 mientras que en las compañías inmobiliarias y constructoras alcanzaba el 10,6 y el 7,5 por 100 respectivamente. Como consecuencia del importante crecimiento experimentado por el factor apalancamiento, éste se convirtió a partir de 2004 en el principal componente de la rentabilidad financiera del sector inmobiliario. En este sector, hasta 2003 la rentabilidad económica era el componente de la rentabilidad financiera con mayor peso. En el sector de la construcción, el factor apalancamiento también crece mucho en el periodo, pero menos que en el inmobiliario. De hecho, al principio del periodo el efecto apalancamiento de las constructoras es mayor que el de las inmobiliarias y desde 2004 está por debajo. Del mismo modo, el apalancamiento descendió considerablemente en

GRÁFICO 9
EVOLUCIÓN DE LA DESCOMPOSICIÓN DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA. MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL. 1997-2007 (Porcentajes)

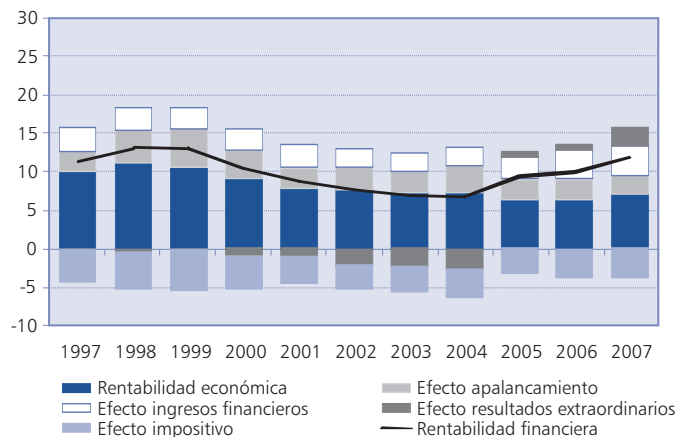
a) Inmobiliarias



b) Construcción



c) Agregado industria



Fuente: SABI y elaboración propia.

2007 en ambos sectores, aunque más en el inmobiliario, en el cual perdió 11 puntos porcentuales y volvió a contribuir negativamente a la rentabilidad de los accionistas, como en 1997.

La evolución de la rentabilidad económica de los sectores construcción e inmobiliario a lo largo del periodo 1997-2006 fue más moderada que la experimentada por el efecto apalancamiento. En el sector inmobiliario este indicador creció de manera continuada entre 1997 y 2004, pasando del 4,19 por 100 al 9,33 por 100, para luego descender ligeramente en 2005 y 2006, y perder prácticamente todo lo ganado anteriormente en el año 2007, cuando se situó ligeramente por encima del nivel de 1997 (en el 4,5 por 100). La evolución de la rentabilidad económica de las compañías constructoras en el periodo analizado es similar a la de las inmobiliarias, aunque mucho más moderada. Pasa del 7,9 por 100 inicial en 1997 al máximo de 10 por 100 en 2003, y desde ahí comienza a decrecer hasta situarse en el 7 por 100 de 2007. La caída de este indicador en 2007 en el sector de la construcción es mucho menos acusada que en el inmobiliario.

Destaca también el importante crecimiento experimentado en el periodo analizado por el efecto de los ingresos financieros en el sector inmobiliario, y en mucha mayor medida en el de la construcción. Éste es sin duda el componente que salvó a la rentabilidad financiera de estos dos sectores de experimentar una caída aún mayor que la sufrida en el año 2007, sobre todo en el caso de la construcción. En el sector inmobiliario, el efecto de los ingresos financieros solo bajó 0,2 puntos porcentuales en 2007, y en el de construcción incluso au-

mentó (tres puntos), convirtiéndose en ambos en el principal componente de la rentabilidad financiera de 2007.

Tampoco es despreciable el efecto de los resultados extraordinarios en la rentabilidad financiera del sector inmobiliario durante el periodo analizado, siendo sistemáticamente positivo entre 1998 y 2007, a diferencia de lo que ocurre en los otros sectores. Como veremos más adelante, estos resultados también podrían estar relacionados con la actividad inmobiliaria.

Finalmente, el crecimiento de la rentabilidad financiera en las compañías inmobiliarias y constructoras durante el periodo analizado fue, como es lógico, acompañado de un efecto impositivo cada vez más negativo, a pesar de que las tasas impositivas no crecieron en el periodo, sino que incluso bajaron, como indican los datos del cuadro n.º 2.

2. Profundizando en el papel de la rentabilidad económica

Si nos quedamos en el primer nivel de la descomposición de la rentabilidad financiera (gráfico 9), podríamos concluir, erróneamente, que la rentabilidad económica no tuvo una incidencia sustancial en el espectacular crecimiento de la rentabilidad financiera en el sector inmobiliario y en el sector de la construcción entre los años 1997 y 2006. Sin embargo, profundizar en el análisis de la rentabilidad económica es crucial, principalmente porque proporciona información sobre la estrategia de negocio de las empresas, que podría haber sufrido cambios sustanciales que afecten a su riesgo operativo incluso aunque la

rentabilidad económica hubiera sido constante. Y también porque, como muestra el esquema 1, el efecto apalancamiento, el que más peso tiene en la evolución observada de la rentabilidad financiera, depende a su vez de la rentabilidad económica. Para que el efecto apalancamiento sea positivo, la rentabilidad económica debe superar al coste de la deuda.

La rentabilidad económica puede expresarse como el producto de dos factores: el margen de explotación (beneficio de explotación sobre cifra de negocios) y la rotación (cifra de negocios sobre inversión neta). Esto es, la rentabilidad económica depende, por un lado, del beneficio que la empresa es capaz de generar con su actividad económica por cada unidad vendida (el margen de explotación), y por otro lado, del volumen de ventas por unidad invertida (la rotación). Elevados márgenes y rotaciones bajas pueden generar la misma rentabilidad económica que márgenes bajos y elevadas rotaciones.

En el cuadro n.º 2 aparece también la evolución de los dos componentes de la rentabilidad económica, margen y rotación. En el agregado de la industria, se observan descensos tanto del margen como de la rotación entre 1997 y 2006, que lógicamente resultaron en un descenso de la rentabilidad económica. En el sector de la construcción, el margen creció de forma moderada, pasando del 5,6 por 100 en 1997 al 7,5 por 100 en 2006 y al 6,9 por 100 en 2007. Por su parte, la rotación se mantuvo constante en torno a valores comprendidos entre 1,38-1,66 hasta 2003, para caer posteriormente de manera continuada hasta 1,14 en 2006 y 1,03 en 2007. Como consecuencia, la rentabilidad econó-

mica en este sector creció ligeramente entre 1997 (7,9 por 100) y 2004 (10 por 100), para descender posteriormente hasta alcanzar en 2007 el 7 por 100, por debajo del nivel inicial de 1997. En el sector inmobiliario, la rentabilidad económica creció cuatro puntos porcentuales entre 1997 y 2006 a pesar del descenso experimentado por la rotación, que pasó en ese periodo de 0,42 a 0,30, y que además presentaba niveles muy inferiores a los del resto de sectores (9). El aumento de la rentabilidad económica en este sector se derivó del enorme crecimiento del margen, que pasó del 9,9 por 100 en 1997 al 27,4 por 100 en 2006. En 2007, la rotación seguía cayendo, más que en años previos, y a ello se unió una brusca caída del margen (de casi cinco puntos porcentuales), generando un descenso importante de la rentabilidad económica, que pasó del 8,2 por 100 en 2006 al 4,5 por 100 en 2007.

2.1. *El crecimiento del margen en el sector inmobiliario*

De lo expuesto previamente, destaca sobre todo el enorme crecimiento del margen en las compañías del sector inmobiliario entre 1997 y 2006. ¿A qué se debió ese espectacular crecimiento del margen? En principio, considerando la definición de margen (beneficio de explotación sobre cifra de negocios), se puede plantear la hipótesis de que este incremento entre 1997 y 2006 se derivó de una mejor eficiencia en costes de estas compañías. Para contrastar esta hipótesis, en el gráfico 10 se representa la evolución de los ratios que relacionan con la cifra de negocios las tres partidas de gasto de la explotación que es posible identificar en la cuenta

de resultados: consumos intermedios, amortizaciones y provisiones de tráfico, y gastos de personal. De las tres ratios representadas en el gráfico 10, solo observamos una tendencia decreciente durante el periodo considerado en el indicador gastos de personal sobre cifra de negocios. En 1997 los gastos de personal de las compañías inmobiliarias analizadas eran el 8,6 por 100 de la cifra de negocios, y en 2006 el 4,8 por 100. Pero esta circunstancia no es exclusiva de las empresas inmobiliarias, sino que también se observa en las empresas constructoras, cuya ratio gastos de personal sobre cifra de negocios pasó del 20,2 por 100 en 1997 al 15,2 por 100 en 2006. Incluso, aunque en menor medida, el descenso de la ratio gastos de personal sobre cifra de negocios se observa en el agregado de la industria, donde pasó del 15 por 100 en 1997 al 13,4 por 100 en 2006 (10).

Por tanto, no parece que detrás de ese incremento del margen del sector inmobiliario haya solo una mayor eficiencia en costes de las compañías, ya que únicamente se observan reducciones en los gastos de personal, pero similares a los de otros sectores ¿Cuál fue entonces su causa? La respuesta nos la ofrece el gráfico 11, que representa la evolución de la ratio variación de existencias de productos en curso y productos terminados sobre cifra de negocios en las compañías con balance normal de los tres sectores a lo largo del periodo 1997-2007. El gráfico 11 pone de manifiesto que gran parte del incremento registrado en el margen de las compañías inmobiliarias entre 1997 y 2006 se derivó de los comportamientos especulativos del sector. La tendencia creciente en la ratio variación de existencias de pro-

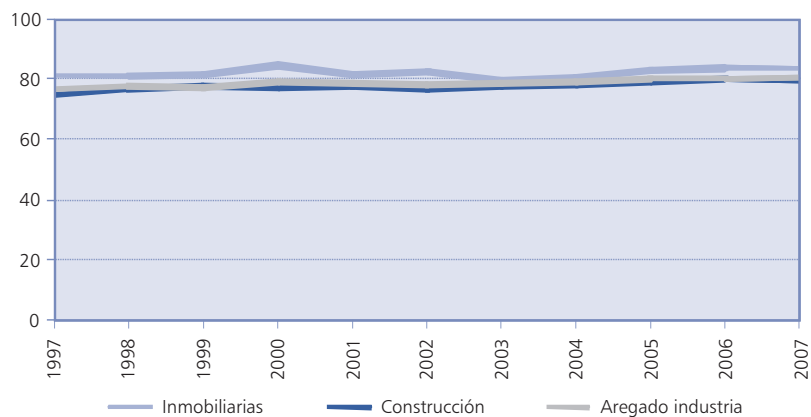
ductos en curso y productos terminados sobre cifra de negocios es una característica casi exclusiva del sector inmobiliario. Se observa en el sector de construcción, pero en mucha menor medida.

2.2. *El stock, una de las claves*

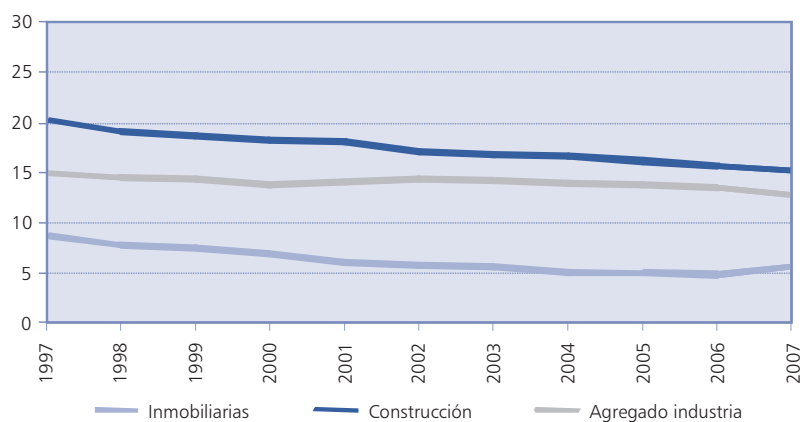
Las existencias son la partida clave que hay detrás del resultado mostrado en el epígrafe anterior. Por ello, a continuación profundizamos en su análisis preguntándonos qué circunstancias, específicas del sector inmobiliario pudieron dar lugar a este resultado. Los gráficos 12 y 13 ofrecen información adicional sobre la evolución en el periodo analizado del valor de las existencias de los sectores analizados. En el gráfico 12 se representa el peso relativo de las existencias en el activo circulante de las empresas con balance normal de los distintos sectores. En 1997, el valor de las existencias de las empresas inmobiliarias representaba el 60 por 100 del activo circulante, mientras que en 2007 superaba el 73 por 100. El incremento del peso del valor de las existencias entre 1997 y 2007 se produjo también en el sector de la construcción, aunque en menor medida, y no se observa en el agregado de la industria. Por su parte, el gráfico 13 muestra la evolución de la ratio existencias sobre cifra de negocios. En 1997, las empresas inmobiliarias de la muestra tenían registrado en su balance un *stock* cuyo valor superaba a su cifra de negocios, muy por encima de las compañías constructoras y del agregado de la industria, donde el valor de las existencias no llegaba al 19 por 100 y 11 por 100 de sus respectivas cifras de negocio. Las diferencias se hicieron mucho mayores en los diez años siguientes. En el año 2007, el valor de las existencias en el balance de las grandes inmobiliarias fue más de 2,5 veces su ci-

GRÁFICO 10
EVOLUCIÓN DE LOS GASTOS DE LA EXPLOTACIÓN SOBRE LA CIFRA DE NEGOCIOS.
MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL. 1997-2007
 (Porcentajes)

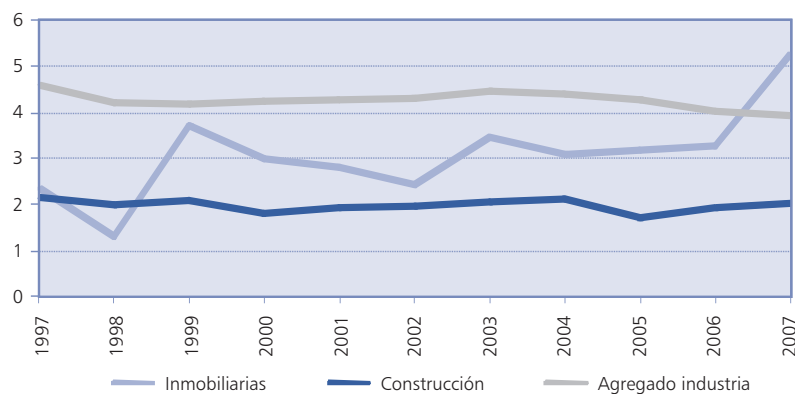
a) Consumos intermedios sobre cifra de negocios



b) Gastos de personal sobre cifra de negocio

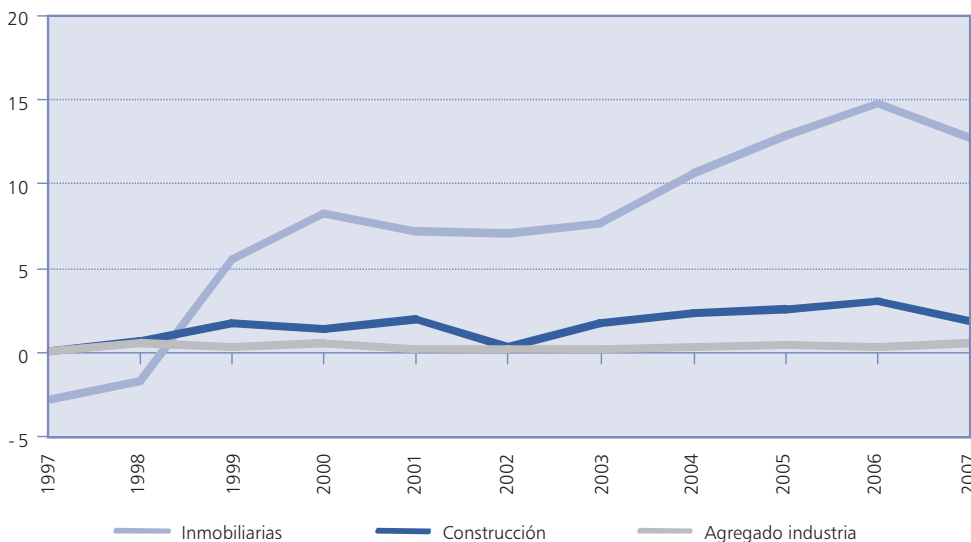


c) Provisiones de tráfico y amortizaciones sobre cifra de negocios



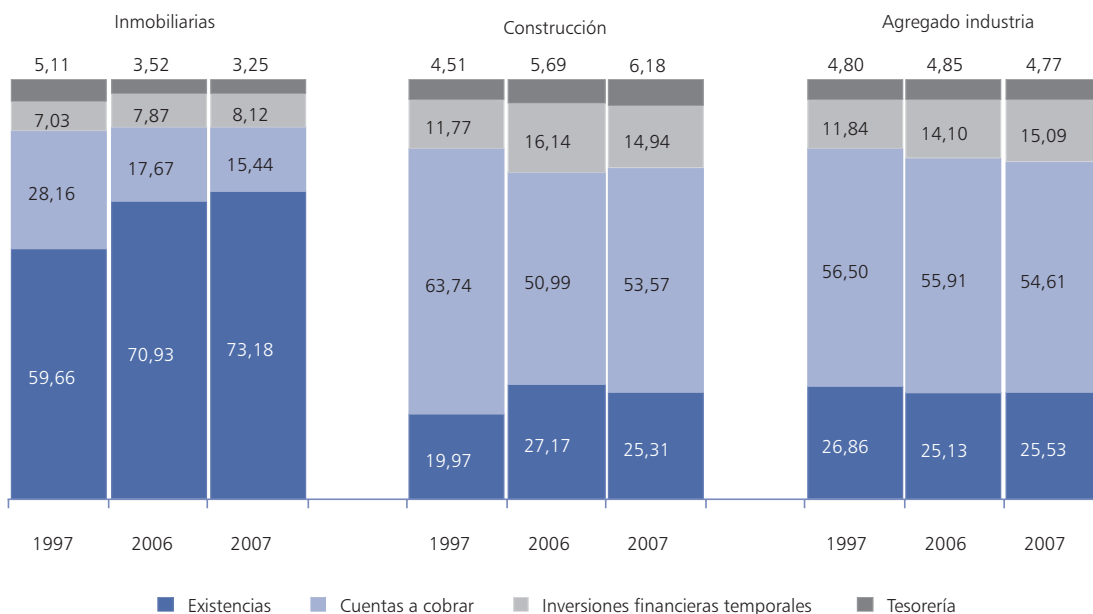
Fuente: SABI y elaboración propia.

GRÁFICO 11
EVOLUCIÓN DE LA RATIO VARIACIÓN DE EXISTENCIAS DE PRODUCTOS EN CURSO Y PRODUCTOS TERMINADOS SOBRE CIFRA DE NEGOCIOS. MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL. 1997-2007
 (Porcentaje)



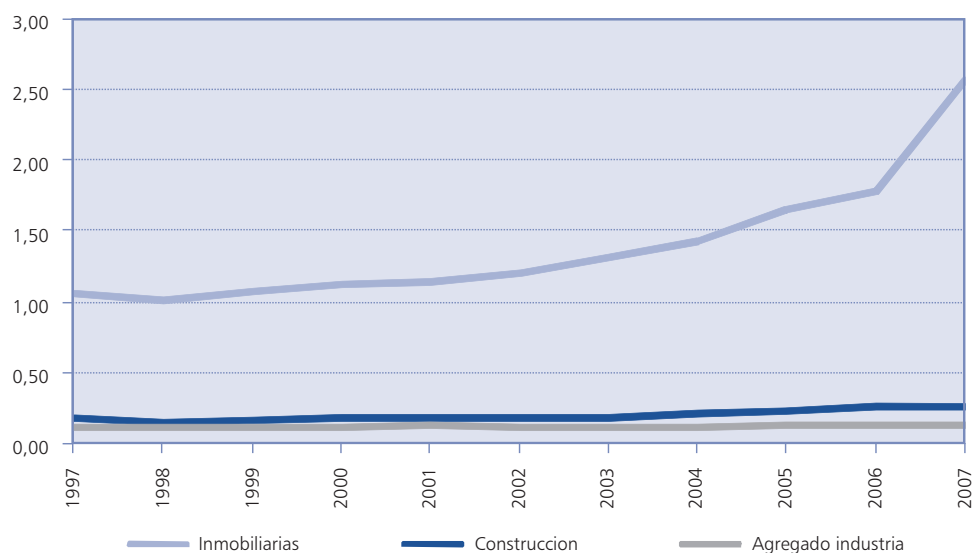
Fuente: SABI y elaboración propia.

GRÁFICO 12
EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DEL ACTIVO CIRCULANTE. MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL. 1997-2007
 (Porcentajes)



Fuente: SABI y elaboración propia.

GRÁFICO 13
EVOLUCIÓN DE LA RATIO EXISTENCIAS SOBRE CIFRA DE NEGOCIOS.
MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL. 1997-2007



Fuente: SABI y elaboración propia.

fra de negocios, mientras que en las constructoras era 0,3 veces y en el agregado de la industria 0,2 veces. De nuevo, el sector inmobiliario ofrece resultados específicos. Analicemos la composición de su *stock*.

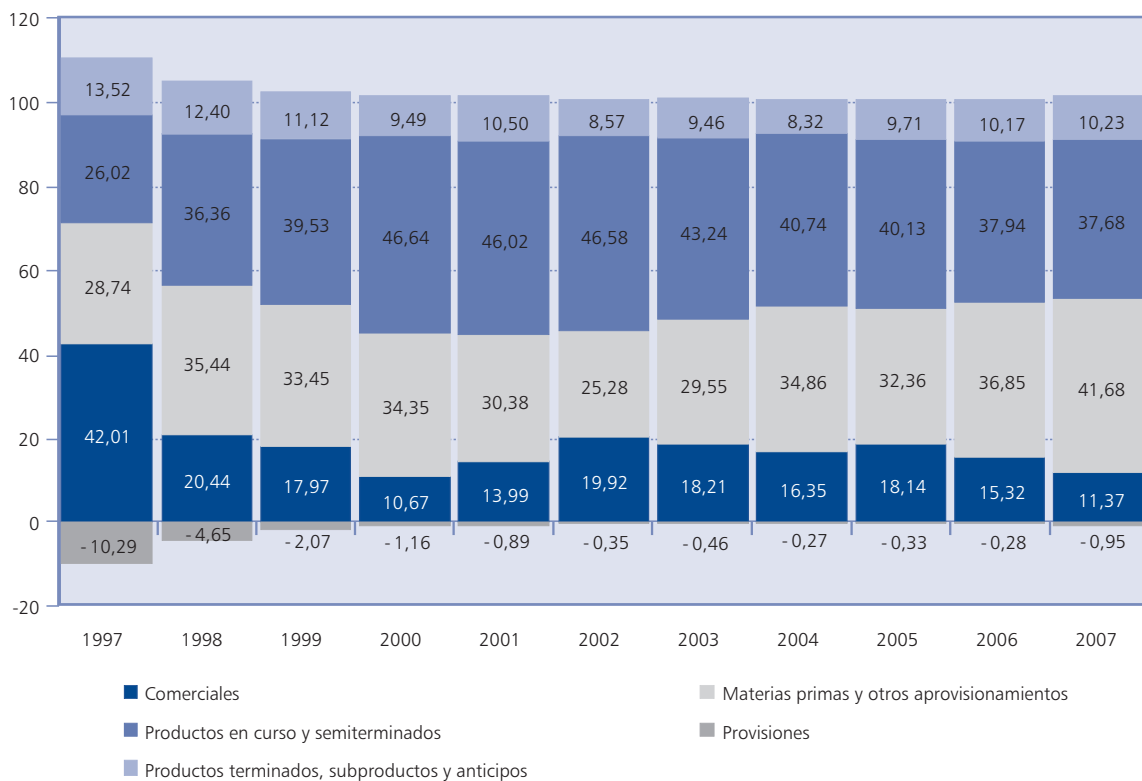
El grueso de las existencias en el sector inmobiliario, que según las normas contables se valoran por su precio de adquisición o coste de producción, está formado por cuatro tipos de elementos: edificios adquiridos destinados a la venta, terrenos y solares, obras en curso y edificios terminados. SABI no ofrece este desglose en concreto, pero se ha comprobado que cada uno de los cuatro elementos anteriores se encuentra incluido, respectivamente, en las siguientes partidas de existencias que se desglosan en la base de datos: existencias comerciales, materias primas y otros aprovisionamientos, productos en curso y semiterminados, y productos terminados.

Considerando la submuestra de compañías con balance normal para las que se dispone del desglose del valor de las existencias (11), el gráfico 14 representa la evolución del peso relativo de los distintos componentes de las existencias del sector inmobiliario durante el periodo analizado. Las partidas «subproductos, residuos y materiales recuperables» y «anticipos» se han agregado a la de «productos terminados» por ser prácticamente insignificantes. Los resultados sugieren que dos de las partidas de existencias del sector crecieron más que el resto, puesto que ganaron peso relativo: las existencias de materias primas y otros aprovisionamientos, donde en el sector inmobiliario se registra básicamente el valor de los solares en los que aún no se ha edificado, y las existencias de productos en curso y de productos semiterminados, donde se encuentran básicamente los edificios en construcción.

Sintetizando, los resultados relacionados con la evolución del *stock* del sector inmobiliario indican que las partidas en las que éste experimentó mayor crecimiento durante el periodo analizado fueron las de «terrenos y solares» y «obras en curso», y que el crecimiento de estas partidas fue mayor que el crecimiento de la cifra de negocios del sector.

La primera lectura que sugiere toda la evidencia presentada en relación con la evolución del *stock* del sector inmobiliario es que el tipo de actividad que se potenció en el sector durante ese periodo fue la promoción inmobiliaria. El aumento del peso relativo de las existencias de «terrenos y solares» y «obras en curso» en el balance sectorial así lo indica. Atender la creciente demanda de vivienda requería comprar cada vez más suelo y empezar cada vez más obras. Además, el valor por el que debía conta-

GRÁFICO 14
EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA PARTIDA DE EXISTENCIAS. SECTOR INMOBILIARIO. MUESTRA
DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL PARA LA QUE SABI OFRECE DESGLOSE. 1997-2007
 (Porcentaje)



Fuente: SABI y elaboración propia.

bilizarse ese nuevo *stock* era cada año mayor, debido básicamente al incremento del coste del suelo.

En segundo lugar, una de las circunstancias coyunturales que se destacan en el apartado II (gráfico 5b), como es el hecho de que el coste del suelo creciera durante el periodo muy por encima de lo que lo hizo el precio de la vivienda, podría estar directamente relacionada con la evolución del indicador representado en el gráfico 11. En el negocio de la promoción inmobiliaria, la variación de existencias de productos en curso y terminados de un año cualquiera *t* es la diferencia entre el coste de

producción de las existencias de obra en curso iniciada en *t* y el coste de producción de las obras terminadas vendidas en *t*. Por lo tanto, mide el incremento del coste de producción del sector. Luego si el cociente entre esta partida y la cifra de negocios (que se valora a precios de venta) es creciente en el tiempo, la tasa de crecimiento de los costes de la construcción debió aumentar durante el periodo analizado más rápido que el precio de venta de la producción. Para ilustrar lo anterior, consideremos un ejemplo simple: una empresa promotora inmobiliaria compra un solar en el año uno por 10, edifica en él y vende el edificio en el año dos por 15. En el año dos

compra otro solar por 12 (aumenta el precio del suelo un 20 por 100), que vende en el año tres por 18 (aumenta el precio de venta un 20 por 100, igual que el del suelo). Y así sucesivamente en los años siguientes. Puede comprobarse que la ratio variación de existencias de productos en curso y terminados sobre cifra de negocios en este ejemplo se mantiene constante a partir del año dos. También se mantendría constante esa ratio en el caso de que la empresa aumentase su actividad cada año, comprando más solares e incrementando su obra en curso. En este segundo caso, la ratio que se vería afectada es la que relaciona el valor de las existencias con la ci-

fra de negocios. Si consideramos un tercer supuesto en el que el precio de venta sube cada año por debajo del precio del suelo, podremos comprobar que, independientemente de que se incremente o no la actividad, son crecientes tanto la ratio representada en el gráfico 11 (variación de existencias de productos en curso y terminados sobre ventas) como la representada en el gráfico 13 (existencias sobre cifra de negocios). Éste es el patrón observado en los datos analizados.

En definitiva, una circunstancia que explicaría el resultado del gráfico 11, y el comportamiento del margen de explotación en el sector inmobiliario, es que el precio del suelo creció durante el periodo por encima de lo que lo hizo el de la vivienda. Esta circunstancia también explicaría, por sí sola, la evolución creciente de la ratio representada en el gráfico 13. Pero, en este último caso, la evolución pudo basarse también en el hecho de que las promotoras acumulasen suelo en sus balances, comprado además cada vez más caro. Las empresas promotoras, ante las expectativas de subidas de precios (12), compraron más suelo del que realmente les hacía falta para continuar con su actividad, tratando de anticipar las ganancias de los mayores precios esperados de la vivienda en el futuro.

En general, los resultados sugieren que el crecimiento del margen de explotación, y por tanto de la rentabilidad económica y del valor añadido, del sector inmobiliario entre 1997 y 2006 estuvo en buena medida sustentado por la especulación creada en torno al precio del suelo, que a su vez se derivaba de las expectativas futuras de crecimientos rápidos y sostenidos en el precio de la vivienda. El margen de explotación también creció como consecuen-

cia de que el coste de personal por unidad vendida disminuyó, circunstancia que se observa igualmente en el sector de la construcción, más intensivo en mano de obra que el inmobiliario. Por su parte, la caída del margen de explotación, y en consecuencia de la rentabilidad económica, que se observa en 2007 se derivó sin duda del parón de la actividad que reflejan todos los indicadores. Ese año, además, las empresas del sector inmobiliario incrementaron sustancialmente las dotaciones de provisiones de tráfico (13).

3. ¿Por qué aumentó tanto el apalancamiento?

Anteriormente se ha puesto de manifiesto la importancia del efecto apalancamiento en el enorme crecimiento de la rentabilidad financiera de las compañías del sector inmobiliario y del sector de la construcción durante el periodo 1997-2006. En este epígrafe profundizamos en el análisis de este efecto a través de su descomposición en dos factores: el margen de apalancamiento, que a su vez es la diferencia entre la rentabilidad económica y el coste de la deuda, y el nivel de endeudamiento. En definitiva, el efecto apalancamiento depende de tres variables: el nivel de endeudamiento (deuda con coste / fondos propios), la rentabilidad económica y el coste de la deuda (gastos financieros sobre deuda con coste). La evolución de las tres variables en la muestra analizada aparece también en el cuadro n.º 2.

El sector inmobiliario es el que presenta el nivel más elevado de endeudamiento desde el comienzo del periodo. En 2007, la deuda con coste de las empresas inmobiliarias analizadas era casi 2,5 veces sus fondos propios, mientras que en el sector de la cons-

trucción era de 1,71 veces. En el conjunto de sectores industriales, el endeudamiento se situaba en niveles más bajos (ratio en torno a 1). En cuanto a la evolución del endeudamiento entre 1997 y 2007 destaca su tendencia creciente, especialmente pronunciada en el sector inmobiliario, y en menor medida en el de la construcción. Tendencia que además no se frenó en 2007, como lo hizo la rentabilidad económica. En el agregado de la industria el endeudamiento también creció en ese periodo, aunque mucho menos que en los anteriores. Entre 1997 y 2007 la ratio de endeudamiento pasó de 1,07 a 2,48 (x 2,3) en el sector inmobiliario, de 0,86 a 1,71 (x 2) en el sector de la construcción y de 0,75 a 1,04 (x 1,4) en el agregado de la industria.

La tendencia decreciente que experimentaron los tipos de interés entre 1997 y 2005 se ve reflejada en la evolución del coste del endeudamiento de las compañías de todos los sectores. En el sector inmobiliario y en el de la construcción, esta circunstancia, unida al crecimiento de la rentabilidad económica que se ha puesto de manifiesto anteriormente, hizo que durante el periodo 1997-2005 el margen de apalancamiento creciera. En estos dos sectores, un margen de apalancamiento creciente, unido a un nivel de endeudamiento también creciente, explica la enorme importancia del efecto apalancamiento en la evolución de la rentabilidad financiera. Por otro lado, a pesar de tener mayores niveles de endeudamiento, el coste de la deuda en el sector inmobiliario y en el sector de la construcción se situó hasta 2006 por debajo del agregado de la industria. El aumento de los tipos de interés a partir de 2005 queda también reflejado en la evolución del coste de la deuda de las com-

pañías de todos los sectores. Esta circunstancia frenó el crecimiento del margen de apalancamiento de las compañías, que decreció en 2005 y en 2006. Con ello, a pesar de que el endeudamiento seguía creciendo, el efecto apalancamiento comenzó a reducirse. En 2007, la caída sufrida por la rentabilidad económica se unió al aumento de los tipos de interés y, con el endeudamiento todavía al alza, el efecto apalancamiento cayó vertiginosamente. De hecho, el margen de apalancamiento (y el efecto apalancamiento) fue incluso negativo en las compañías del sector inmobiliario. Todo apunta a que en 2008 esta situación se agravó considerablemente, dado que ese año los tipos de interés siguieron subiendo y las ventas del sector inmobiliario y de la construcción, bajando.

4. ¿De dónde proceden los ingresos financieros de las empresas constructoras e inmobiliarias?

Como se ha señalado anteriormente, los ingresos financieros también contribuyeron a incrementar considerablemente la rentabilidad financiera de las empresas del sector inmobiliario y del sector de la construcción a lo largo del periodo 1997-2007, especialmente en el caso de las segundas. Este resultado es compatible con el importante crecimiento que experimentó el inmovilizado financiero en el periodo considerado (14).

Dado que se trata de un elemento importante del rendimiento que ofrecen a sus accionistas, es interesante profundizar en el origen de los ingresos financieros. Para ello, se considera la submuestra de empresas en las que SABI reporta el desglose de esta partida. De los tres principales ítems de in-

gresos financieros (ingresos de participaciones en capital, ingresos de otros valores negociables y de créditos, y otros intereses e ingresos asimilados) el que más creció en el periodo 1997-2007 fue el primero. De hecho, en el gráfico 15, en el que se representa la evolución de la composición porcentual de la partida de ingresos financieros en los tres sectores analizados durante el periodo 1997-2007, se pone de manifiesto que el peso relativo de los ingresos de participaciones en capital aumentó sustancialmente entre 1997 y 2007, sobre todo en el sector de la construcción, donde pasó de representar el 20 por 100 del total de ingresos financieros en 1997 a representar el 68 por 100 en 2007. En el sector inmobiliario, este componente de los ingresos financieros pasó de ser el 11 por 100 del total en 1997 al 54 por 100 en 2006, cayendo después al 43 por 100 en 2007. En el agregado de la industria ocurrió algo parecido que en el sector inmobiliario: pasó del 39 por 100 en 1997 al 63 por 100 en 2006, para caer en 2007 hasta el 49 por 100. Por lo tanto, puede concluirse que la principal fuente de ingresos financieros en los sectores analizados son los dividendos obtenidos de empresas participadas (15). En el único sector donde esta partida no se resintió sustancialmente en 2007 fue en el de construcción.

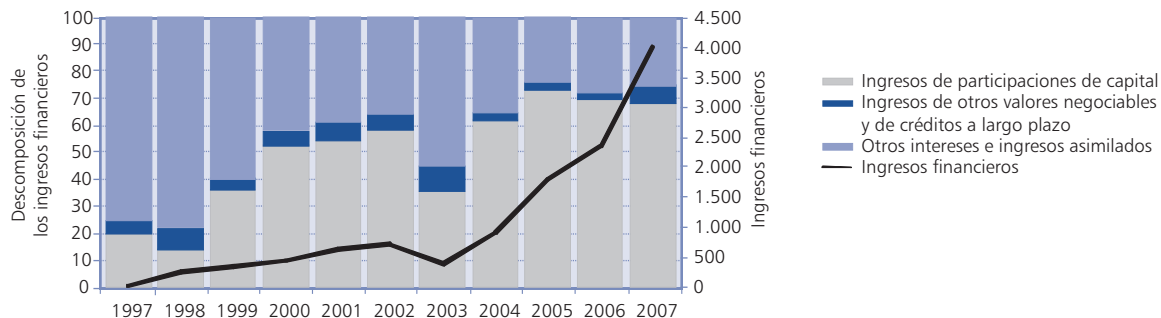
La pregunta que surge a la vista de estos resultados es ¿en qué compañías participan las empresas del sector inmobiliario y del sector de la construcción?, esto es, ¿en qué medida se encuentran diversificados? Para responder a estas cuestiones utilizamos la información de la base de datos de participaciones empresariales que contiene SABI. De las 66.441 empresas que recoge la base de datos en abril de 2009

con al menos una participación empresarial, 5.990 son constructoras, 13.599 son inmobiliarias y 8.564 pertenecen al agregado de la industria, siendo el resto empresas de otros sectores de actividad (16). Las empresas constructoras tienen, en media, un mayor número de participadas que las inmobiliarias y las del agregado de la industria: las constructoras tienen una media de 5,06 participadas, las inmobiliarias 2,31 y las empresas del agregado de la industria 2,68. Este resultado es compatible con el mayor peso de los ingresos financieros en la rentabilidad del sector de la construcción.

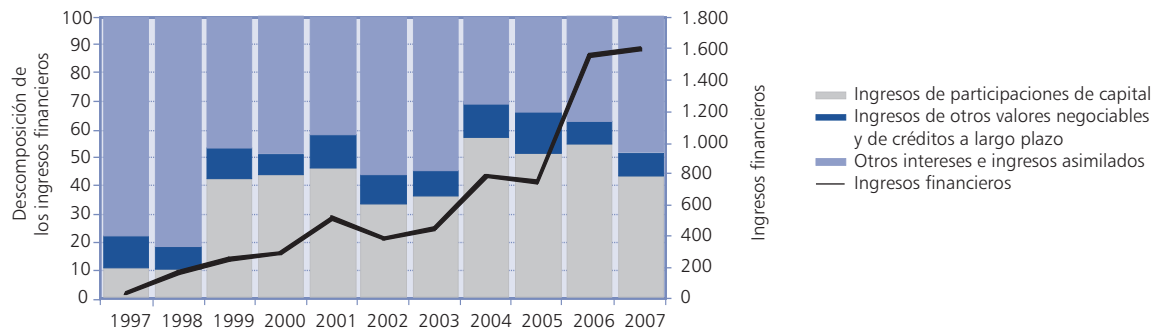
Por lo que respecta al grado de diversificación, el gráfico 16 representa la distribución porcentual por sectores de actividad de las compañías participadas por las empresas de los tres sectores analizados (17). Como cabía esperar, el porcentaje más elevado de participadas en cada sector corresponde a compañías del mismo sector, excepto en el caso de la construcción, donde el porcentaje de participación en empresas inmobiliarias (31 por 100) es incluso superior al de la participación en otras empresas constructoras (30 por 100). El sector inmobiliario es el que más concentra su participación en empresas del mismo sector (un 50 por 100), siendo relativamente pequeño el porcentaje de empresas constructoras participadas por las compañías inmobiliarias (un 7 por 100). Finalmente, destaca que el 10 por 100 de las participadas de las empresas del resto de sectores industriales pertenece a los sectores inmobiliario (7 por 100) y de la construcción (3 por 100). No puede decirse que se trate de sectores en los que el riesgo esté diversificado. En definitiva, parece que los ingresos financieros de las empresas de los sectores de la construcción e inmobiliario provienen de dividendos de

GRÁFICO 15
EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS FINANCIEROS. SUBMUESTRA DE EMPRESAS
CON BALANCE NORMAL PARA LA QUE SABI PROPORCIONA EL DESGLOSE. 1997-2007
 (Porcentaje y miles de euros)

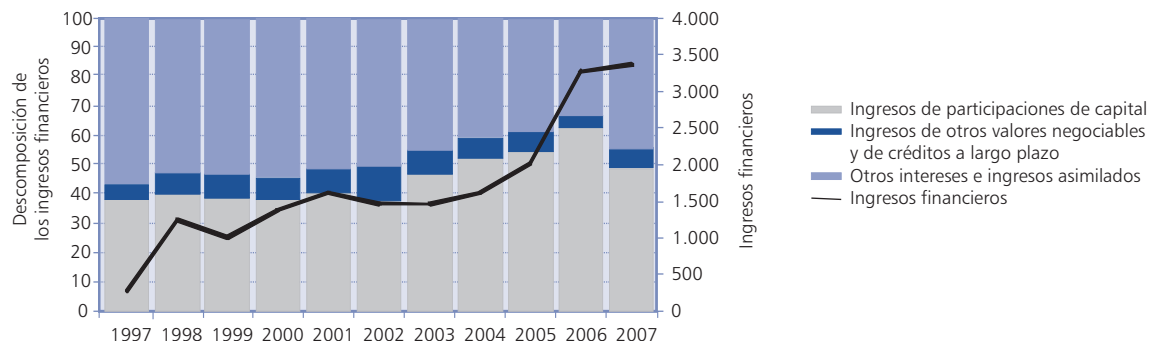
a) Construcción



b) Inmobiliarias

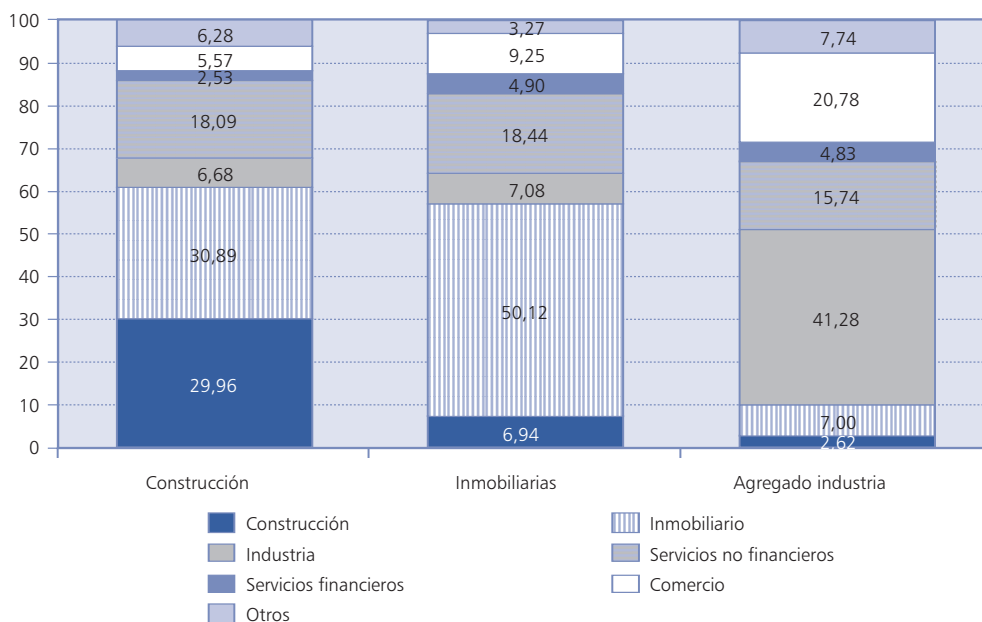


c) Agregado industria



Fuente: SABI y elaboración propia.

GRÁFICO 16
EMPRESAS PARTICIPADAS SEGÚN SECTOR DE ACTIVIDAD. 1997-2007
 (Porcentajes)



Fuente: SABI y elaboración propia.

empresas que se dedican al mismo tipo de actividad, por lo que cabe esperar que no se mantengan en el futuro.

5. Los resultados extraordinarios también están asociados a la actividad inmobiliaria

Los resultados extraordinarios también han tenido un papel destacado a la hora de explicar la evolución de la rentabilidad financiera, especialmente de las empresas inmobiliarias. En principio, cabría pensar que este componente del resultado no debería presentar un patrón de comportamiento determinado, al derivarse de acontecimientos de «carácter extraordinario». ¿Por qué son entonces sistemáticamente positivos los resultados extraordinarios del sector inmo-

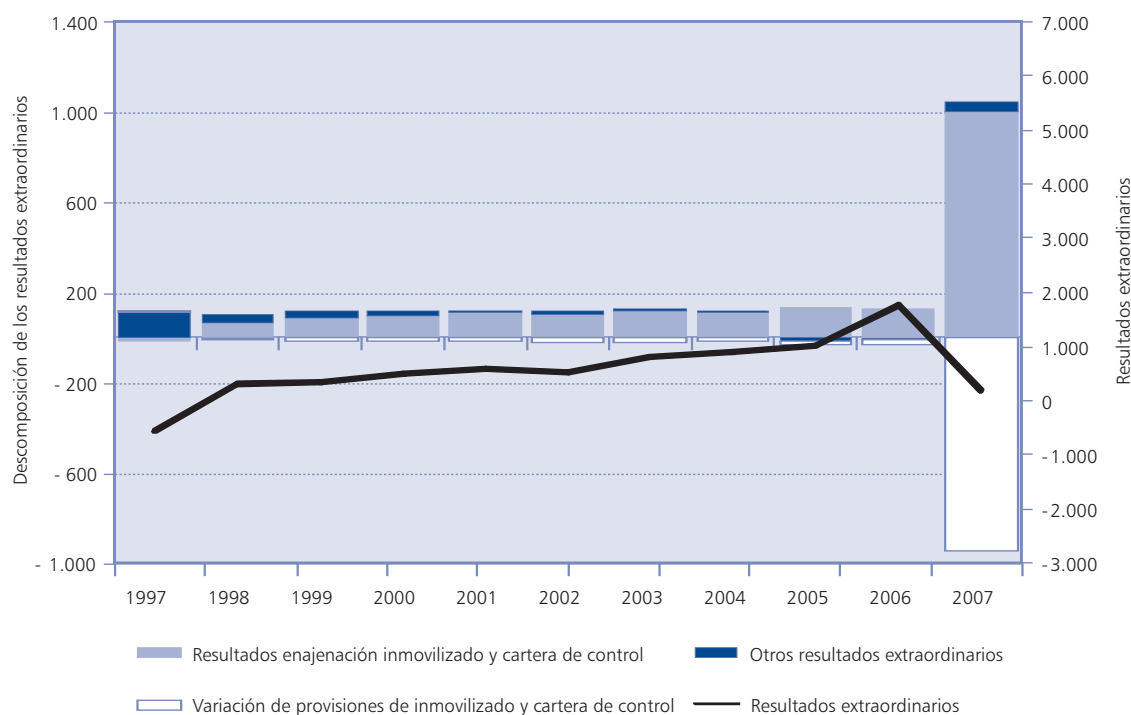
biliario a lo largo del periodo analizado?

Si consideramos la composición de los resultados extraordinarios de la cuenta de pérdidas y ganancias elaborada siguiendo la normativa del PGC de 1990, podemos intuir la respuesta a esta cuestión: los beneficios en la venta de inmovilizado, material e inmaterial, y de la cartera de control se consideraban, según la normativa del PGC de 1990, resultados extraordinarios. Para comprobar si es ese el principal origen de los resultados extraordinarios de las empresas del sector inmobiliario y del sector de la construcción durante el periodo considerado, podemos utilizar el desglose que SABI ofrece de la partida de resultados extraordinarios. El gráfico 17 pone de manifiesto que, efectivamente, la partida «resultados en

la venta de inmovilizado material e inmaterial y cartera de control» es la que representa la mayor parte de los resultados extraordinarios, tanto en el sector inmobiliario como en el sector de la construcción.

Si bien no es posible comprobar que el tipo de activos de los que provienen estos resultados extraordinarios son inmuebles, los datos sugieren que también los resultados extraordinarios están relacionados con las actividades inmobiliarias. Muchas compañías, aprovechando la coyuntura, podrían haber vendido inmuebles que tenían registrados como inmovilizado material en sus balances registrando así en sus cuentas de resultados cuantiosos beneficios extraordinarios (18). Otra posibilidad es que los beneficios de carácter extraordinario provinieran de operaciones

GRÁFICO 17
EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LOS RESULTADOS EXTRAORDINARIOS. MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL PARA LAS QUE SABI REPORTA DESGLOSE. SECTOR INMOBILIARIO. 1997-2007
 (Porcentajes)



Fuente: SABI y elaboración propia.

de compra-venta de participaciones en otras compañías. En todo caso, estos ingresos estarían también relacionados con actividades ligadas al sector inmobiliario, como se desprende del análisis expuesto anteriormente. En definitiva, el componente extraordinario de la cuenta de resultados del sector inmobiliario también parece depender de la actividad inmobiliaria, y por tanto no cabe esperar que continúe siendo positivo en el futuro. De hecho, en el gráfico 17 se pone de manifiesto que en el año 2007 el componente negativo que supone la dotación de provisiones de inmovilizado y cartera de control en los resultados extraordinarios aumentó considerablemente.

V. RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS

El análisis de origen y aplicación de fondos cuyos resultados se incluyen en este apartado está basado en la variación anual de determinadas partidas del balance agregado sectorial, por lo que el hecho de disponer de un panel incompleto de empresas podría desvirtuar los resultados obtenidos. Por ello, para llevar a cabo este análisis se utiliza una muestra de empresas homogénea para la que se dispone de un panel completo para los años 1997-2007. El número de empresas inmobiliarias en la muestra homogénea que presenta balan-

ce normal es 210, en el sector de la construcción el número de empresas incluido en esta muestra es 510, y en el agregado de la industria hay 2.839 compañías con balance normal para las que se dispone de información en todo el periodo.

En el cuadro n.º 3 se presentan los resultados de este análisis para los tres sectores analizados en el conjunto del periodo 1998-2007 (19). El cuadro muestra el importe total en millones de euros de cada una de las partidas de origen y aplicación de fondos consideradas, junto con el porcentaje que representa cada una de ellas sobre el *cash flow* operativo. Los resultados ofrecen una síntesis interesante de lo que ha ocu-

CUADRO N.º 3

ANÁLISIS DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS. EMPRESAS CON BALANCE NORMAL PARA LAS QUE SE DISPONE DE INFORMACIÓN A LO LARGO DE TODO EL PERIODO. 1998-2007

	SECTOR INMOBILIARIO		SECTOR CONSTRUCCIÓN		AGREGADO INDUSTRIA	
	Millones de euros	Porcentaje CFO	Millones de euros	Porcentaje CFO	Millones de euros	Porcentaje CFO
	N = 210		N = 585		N = 2.839	
Cash Flow Operativo (CFO)	14.830	100	23.117	100	111.252	100
Inversión en N.O.F.	-35.846	-242	-13.496	-58	-29.174	-26
Inversión de inmovilizado material e inmaterial.....	-10.088	-68	-5.592	-24	-65.496	-59
Inversión en inmovilizado financiero.....	-14.342	-97	-23.097	-100	-19.321	-17
Free Cash Flow	-45.446	-306	-19.068	-82	-2.739	-2
Ingresos financieros después de impuestos.....	3.387	23	8.052	35	10.263	9
Gastos financieros después de impuestos	-5.022	-34	-3.956	-17	-11.478	-10
Variación de deuda con coste.....	46.868	316	24.311	105	31.774	29
Resultados extraordinarios.....	2.044	14	2.516	11	-1.582	-1
Variación exigible a largo plazo sin coste	-25	0	31	0	284	0
Superávit (déficit)	1.806	12	11.886	51	26.522	24
Variación fondos propios	-421	-3	-9.833	-43	-24.554	-22
Variación del capital suscrito	2.183	15	2.051	9	2.845	3
Distribución del resultado.....	-2.952	-20	-12.024	-52	-27.960	-25
Variación de otras reservas	349	2	140	1	561	1
Variación tesorería	1.386	9	2.053	9	1.969	2

Fuente: SABI y elaboración propia.

rrido en estos sectores a lo largo del periodo considerado. A continuación se describen los aspectos más destacables.

La actividad de las empresas inmobiliarias con balance normal e información disponible en todos los ejercicios del periodo 1997-2007 generó para el conjunto del periodo un *cash flow* de 14.830 millones de euros. Sólo la inversión en necesidades operativas de fondos (*N.O.F.*) fue casi 2,5 veces mayor: por cada 100 euros generados por la actividad, estas empresas invirtieron 242 en *N.O.F.* Este resultado es compatible con el enorme crecimiento experimentado por las existencias de estas compañías en ese periodo, ya documentado. La inversión en inmovilizado material e inmaterial de estas compañías en el periodo 1998-2007 fue un 68 por 100 de su *cash flow* operativo, siendo mayor su inversión en inmovilizado

financiero (un 97 por 100 del *CFO*): por cada 100 euros de fondos generados en su actividad, estas empresas invirtieron 68 euros en inmovilizado material e inmaterial y 97 en inmovilizado financiero. En consecuencia, el *free cash flow* del agregado en el periodo analizado fue muy negativo. La inversión fue más del triple que el *cash flow* generado en la actividad.

El enorme crecimiento del endeudamiento de las empresas inmobiliarias durante el periodo analizado también queda claramente reflejado en este análisis. En diez años, la deuda con coste de estas empresas aumentó casi 47.000 millones de euros, importe superior al *free cash flow* negativo que generaron en el mismo periodo. Las cifras en términos porcentuales son muy ilustrativas: por cada 100 euros de fondos generados por su actividad, estas compañías incrementaron su deu-

da en 316. Además, los fondos destinados a hacer frente a la carga financiera de la deuda se compensaron con los derivados de ingresos financieros y de resultados extraordinarios. En consecuencia, se generó un superávit en el periodo de 12 euros por cada 100 de *cash flow* generado por las operaciones.

Parte del superávit generado tras hacer frente a la inversión y a la devolución de deuda y de intereses se reflejó en un incremento de tesorería (9 euros), y el resto se utilizó para retribuir a los fondos propios: si bien el capital suscrito del sector aumentó en el periodo, los accionistas recibieron 20 euros por cada 100 generados en las operaciones, haciendo que, en términos netos, su aportación fuera negativa. En síntesis, a pesar del enorme volumen de fondos invertidos en el sector a lo largo del periodo considerado, de cada 100 euros generados por las operacio-

nes de este sector 3 se destinaron a retribuir a los fondos propios.

El cuadro n.º 3 muestra también los resultados para el sector de la construcción. El *cash flow* generado por las operaciones de las empresas constructoras incluidas en la muestra homogénea que presenta balance normal (585 empresas) en el periodo 1998-2007 ascendió a 23.117 millones de euros, inferior en media al obtenido por las compañías del sector inmobiliario. Aunque mucho menos que en el sector inmobiliario, el *free cash flow* generado por este sector en el conjunto del periodo analizado también fue negativo, dado que la inversión fue superior a los fondos generados: por cada 100 euros de fondos generados el sector invirtió 182. Destaca que prácticamente la mitad de la inversión se hizo en inmovilizado financiero. Como sugiere la evidencia presentada anteriormente, esa inversión se concentró en gran medida en el sector inmobiliario.

Igual que en el sector inmobiliario, el déficit que surge como diferencia entre los fondos generados por las operaciones y la inversión realizada en el periodo se compensa sobradamente con los fondos provenientes de la financiación ajena: el sector generó un *free cash flow* negativo del 83 por 100 del *cash flow* operativo, y la variación de la deuda con coste en el periodo fue del 105 por 100. Esta circunstancia, junto con los fondos provenientes de ingresos financieros, que prácticamente doblaron los fondos destinados a satisfacer la carga financiera de la deuda, y los provenientes de resultados extraordinarios, generó un superávit considerable en el periodo: de cada 100 euros de *cash flow* operativo 51 fueron superávit. Buena parte del superávit del sector se destinó a retribuir a los accionistas. A pesar de que el ca-

pital suscrito aumentó en el periodo (9 euros por cada 100 de *cash flow* operativo generado), los fondos propios del sector disminuyeron considerablemente, debido al reparto de resultados. En términos netos, por cada 100 euros generados por las operaciones del sector los accionistas recibieron 43. El resto del superávit se quedó en las empresas como tesorería adicional, que aumentó en el periodo a razón de 9 euros por cada 100 de fondos generados por las operaciones.

La última columna del cuadro número 3, que contiene los resultados de este último análisis para las empresas con balance normal que se incluyen en la muestra homogénea del agregado de la industria, puede ayudarnos a poner en perspectiva la evidencia presentada para los sectores inmobiliario y de la construcción. En media, el *cash flow* generado por las operaciones en estas empresas es similar al del sector de la construcción (39 millones de euros por empresa, prácticamente la mitad que en el sector inmobiliario). El *free cash flow* de este agregado de empresas industriales fue ligeramente negativo, dado que la inversión en el periodo fue algo superior a los fondos generados por las operaciones, siendo la más importante la destinada al inmovilizado material e inmaterial. La inversión en inmovilizado financiero fue solo de 17 euros por cada 100 de *cash flow* generado, frente a los 97 del sector inmobiliario o los 100 del de la construcción. También en estas compañías los accionistas fueron bien retribuidos: en términos netos, recibieron 22 euros por cada 100 generados en las operaciones. Esto fue posible porque la deuda negociada aumentó y, como en los otros dos sectores de actividad analizados, la carga financiera de la deuda se compen-

só con los fondos generados vía ingresos financieros y extraordinarios. Como la actividad generó fondos suficientes para cubrir prácticamente toda la inversión hecha en el periodo, la obtención de fondos vía endeudamiento permitió retribuir bien a los fondos propios.

Sintetizando, las conclusiones que se obtienen del análisis expuesto en este apartado confirman las obtenidas en los apartados anteriores: la enorme inversión en *N.O.F.* del sector inmobiliario, que refleja la acumulación de suelo y el incremento de producción; la enorme inversión en inmovilizado financiero tanto del sector inmobiliario como del sector de la construcción, también probablemente concentrada en el propio sector inmobiliario, y el enorme incremento del endeudamiento con coste en ambos sectores. Pero, además, en este apartado se pone de manifiesto que la aportación de fondos por parte de los accionistas en estos sectores ha sido negativa. El déficit de fondos de la explotación generado por la enorme inversión en *N.O.F.* y en inmovilizado financiero ha sido financiado íntegramente con deuda, permitiendo a los accionistas de estos sectores, y en particular a los del sector de la construcción, recibir importantes dividendos.

VI. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En los últimos años, se ha advertido desde distintos foros que el crecimiento de la economía española se estaba basando excesivamente en «el ladrillo», concentrándose demasiados recursos en esta rama de actividad. La evidencia que se muestra en este trabajo apunta en esta misma dirección. En términos de valor añadido, el peso del sector

de la construcción en nuestra economía es muy superior al que representa en otros países de nuestro entorno. Ya se daba esta circunstancia al comienzo del último ciclo expansivo, a mediados de los años noventa. Pero, además, el intenso crecimiento de la actividad de la construcción y la promoción inmobiliaria durante la etapa de crecimiento económico (1997-2006) supuso un notable incremento del diferencial. Este trabajo se ha centrado principalmente en analizar el papel de las empresas que operan en los sectores de la construcción y de las actividades inmobiliarias a lo largo del ciclo expansivo, que sin duda subyace a la difícil situación por la que atraviesan en estos momentos. Para ello, se analiza a nivel agregado la información económico-financiera de las sociedades durante el periodo 1997-2007.

El crecimiento del nivel de actividad en estos sectores se producía en respuesta a una demanda creciente, cuyo componente especulativo era considerable. En torno a la burbuja, los sectores de la construcción y de actividades inmobiliarias atrajeron una enorme cantidad de recursos, en gran medida aportados por las entidades financieras, que concentraron mucho su riesgo en estos sectores. El crédito a los sectores de la construcción, actividades inmobiliarias y para la compra de vivienda llegó al 60 por 100 del total de crédito otorgado por las entidades de depósito.

Durante los años 1997-2006, y sobre todo en la segunda mitad de ese periodo, era muy rentable dedicarse a este negocio. Según los datos ofrecidos en el presente trabajo, justo antes de que la burbuja estallara, en 2006, el sector inmobiliario ofrecía una tasa de rentabilidad financiera del 17 por

100 y el de la construcción del 20,5 por 100, más del doble que la del conjunto de sectores industriales. Pero la burbuja estalló en 2007 y estos indicadores se desplomaron, mucho más en el sector inmobiliario que en el de la construcción, donde los ingresos financieros evitaron una caída mucho más brusca.

Las tasas de rentabilidad del accionista en estos sectores habían experimentado un crecimiento extraordinario desde 1997. Crecimiento que, como sugiere la evidencia empírica proporcionada a lo largo del trabajo, se sustentó en estrategias empresariales arriesgadas que proporcionaron sustanciales beneficios mientras crecían las transacciones inmobiliarias y el grifo del crédito se mantuvo abierto, pero que, tras paralizarse la actividad y que las entidades financieras comenzaran a limitar el crédito, ha dejado a estos sectores en una situación muy difícil, por varias razones. Por un lado, se ha destacado en el trabajo la importancia que tuvo el efecto apalancamiento en el crecimiento de la rentabilidad de los accionistas. Como consecuencia de ese factor, en estos momentos tenemos unas compañías altamente endeudadas, más del doble que al comienzo del ciclo expansivo (la construcción multiplicó su ratio de endeudamiento entre 1997 y 2007 por 2, y el sector inmobiliario lo hizo por 2,3). Por otro lado, los resultados sugieren que en el sector inmobiliario se produjo una acumulación de *stock*, que además se valoraba cada vez más caro. En la actualidad, una vez que ha cambiado el ciclo, con precios de la vivienda a la baja, repercutir el coste de ese *stock* será cada vez más difícil. Finalmente, los resultados sugieren que las empresas de estos sectores han incrementado mucho sus participaciones en otras empresas, pero sin diversificar el riesgo. Por esa vía, al obtener divi-

endos de otras empresas del sector, se generaron buena parte de los beneficios en el periodo estudiado. El desarrollo de estas actividades empresariales generó a sus accionistas importantes ganancias. Pero, lejos de contribuir a financiar la enorme inversión que se hizo en el sector a lo largo del ciclo expansivo, la aportación de fondos por parte de los accionistas en estos sectores fue negativa. El análisis sugiere que se repartieron sustanciales dividendos.

En definitiva, no sorprende que el ajuste en estos sectores esté siendo brusco, ya que las bases sobre las que se asentó su (prolongado) crecimiento no eran sólidas. Parece claro que la situación en la que se encuentran las empresas inmobiliarias y constructoras no se debe únicamente al cambio de ciclo económico, o a la crisis financiera internacional, ni a que las entidades financieras estén restringiendo el crédito. Sin duda, estos factores han propiciado un cambio en las condiciones en las que operan estos sectores en España. Pero la situación actual también es el resultado de la forma en la que el sector creció en la fase expansiva del ciclo, apalancándose enormemente para aumentar su capacidad, pensando en atender una demanda futura que los datos fundamentales no justificaban, provocando con ello comportamientos especulativos en relación con el suelo, y concentrando en exceso sus inversiones sin aprovechar las oportunidades de diversificación sectorial. Tampoco se observó, considerando el agregado del sector, una actitud excesivamente prudente, al no aprovecharse los cuantiosos beneficios que se generaban para apuntalar la situación patrimonial de las empresas para cuando el ciclo cambiase. La estrategia dominante no consistió en incrementar los recursos propios de las sociedades.

Cuando el contexto se ha vuelto desfavorable, se han hecho evidentes las bases de su funcionamiento.

En estos momentos, en los que la burbuja en el sector inmobiliario ha pinchado, cabe preguntarse si la crisis que está viviendo el sector, y que está arrastrando al resto de la economía, va a servir para detectar los errores que se cometieron y adoptar medidas para evitar que se repitan. García Montalvo (2008) propone algunas, como la separación clara de sociedades de tasación inmobiliarias y financieras, actuar sobre la fiscalidad de la vivienda, fomentar el alquiler, etcétera.

NOTAS

(*) Juan Fernández de Guevara agradece la ayuda financiera del proyecto del Ministerio de Ciencia e Innovación SEJ2007-60320/ECON. Los autores agradecen el trabajo técnico realizado por Rosa Sebastián Ferré.

(1) Debe señalarse que el proceso de formación de una burbuja inmobiliaria en España no parece ser la única causa ni del mayor peso relativo del sector en el conjunto de la economía ni del incremento de éste. De hecho, en otros países en los que también se ha producido este fenómeno, como Estados Unidos, Australia, Holanda y Bélgica, el peso relativo del sector de la construcción en el conjunto de la economía es sensiblemente inferior al de España, y además no aumentó en el periodo más de lo que lo hizo en otros países.

(2) Como se justifica en GARCÍA MONTALVO (2008), el hecho de que el precio del suelo fuese alto se deriva precisamente del hecho de que el precio de la vivienda es elevado, esto es, la demanda de suelo es una demanda derivada de la demanda de vivienda.

(3) MARTÍNEZ *et al.* (2006) estiman una creación neta de hogares entre 404.000 y 358.000 para el periodo 2006-2008. GARCÍA MONTALVO (2007) estima en promedio, para el periodo 2001-2005, una creación de 438.000 hogares anuales. RODRÍGUEZ, FELLINGER y DOMÍNGUEZ (2009) sitúan la creación media anual de nuevos hogares entre un mínimo de 227.000 y un máximo de 383.000. El Servicio de Estudios Económicos del BBVA (SEE, 2006) situaba la cifra de nuevos hogares en unos valores muy superiores, en el entorno de los 600.000.

(4) En concreto, se consideraron empresas con cifra de negocios y activo total mayores que 0 y empresas con cuenta de resul-

tados referida a un periodo anual. Además, para garantizar la fiabilidad de la información analizada se exigieron algunos requisitos como que coincidieran el resultado que aparece en los fondos propios y el reportado en la cuenta de pérdidas y ganancias, o que, cuando se encuentra disponible, la suma del desglose de las principales partidas del balance coincidiera con el total ofrecido por la base de datos.

(5) Un análisis alternativo de descomposición de la rentabilidad financiera realizado para el conjunto de la muestra, en el que se simplifica el cálculo de los indicadores sustituyendo la deuda con coste explícito por la deuda total, conduce a conclusiones similares a las presentadas en este trabajo (véase GILL DE ALBORNOZ *et al.*, 2010).

(6) Para el pequeño porcentaje de empresas de la muestra que presenta estados financieros consolidados se eligió utilizar también los estados individuales por dos razones fundamentales: 1) al desconocer qué compañías componen en cada ejercicio los grupos para los que se dispone de estados consolidados, si agregásemos sus estados individuales con los consolidados de su matriz, los datos agregados sectoriales estarían sobreestimados, y 2) al utilizar los estados individuales, no se agrega información de sectores de actividad tan heterogéneos como al utilizar estados consolidados, que representan grupos empresariales con inversiones en sectores diversos.

(7) A partir del 1 de enero de 2005, las empresas europeas con títulos cotizados en algún mercado bursátil debían elaborar sus estados financieros consolidados siguiendo las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) o Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), elaboradas por el *International Accounting Standards Board (IASB)*. Los estados financieros individuales de las empresas españolas, tanto cotizadas como no cotizadas, siguieron elaborándose según los criterios del Plan General Contable español de 1990 hasta el año 2007. Los estados financieros del año 2008 han sido los primeros elaborados siguiendo las normas del nuevo Plan General Contable, aprobado en noviembre de 2007 (RD 1514/2007 y RD 1515/2007 de 16 de noviembre, BOE n.º 278 de 20 de noviembre de 2007) para adaptar la normativa contable nacional al modelo del IASB.

(8) Una discusión paralela puede plantearse fácilmente para el caso de que el *free cash flow* sea positivo.

(9) Este resultado ilustra bien que las actividades que desarrollan los sectores de construcción e inmobiliario son distintas. En general, el grueso del stock (solares y obra en curso) que se genera en la actividad de construcción está en el balance de las promotoras inmobiliarias, de ahí que su rotación sea mucho más baja.

(10) Probablemente, la bajada masiva de mano de obra inmigrante es un fenómeno relacionado con este resultado. Algunos estudios indican que el sector de la construcción es uno de los que más mano de obra inmigrante ha ocupado durante estos años (ej.: PÉREZ INFANTE, 2009).

(11) Se comprueba que en muchas empresas no se proporciona el desglose, sino sólo el valor agregado de las existencias. En muchos casos, son las propias compañías las que no reportan esa información en sus cuentas anuales, incluso aunque estén obligadas a presentar balance con formato normal.

(12) Una discusión sobre la problemática del precio del suelo puede encontrarse en GARCÍA MONTALVO (2000).

(13) Que reflejan impagos de deudores y depreciación del valor de las existencias.

(14) Análisis adicionales indican que en 1997 el inmovilizado financiero era un 9 por 100 del activo total de las empresas del sector inmobiliario, mientras que en 2007 era el 19 por 100. En el sector de la construcción, el inmovilizado financiero pasó de representar el 11 por 100 del activo total en 1997 a representar el 25 por 100 en 2007.

(15) Resultados no mostrados ponen de manifiesto que el principal componente de la partida «ingresos de participaciones en capital» es el derivado de empresas del grupo.

(16) Esta información fue recopilada del DVD de SABI de junio de 2009. Hay 1.563 empresas para las que no es posible identificar el sector de actividad.

(17) SABI permite identificar un porcentaje pequeño de las empresas participadas, y de ellas, en algún, caso no es posible identificar el sector de actividad. La proporción de participadas en el sector de construcción para las que se conoce el sector de actividad es un 25 por 100, en el inmobiliario es un 63 por 100, y en el agregado de la industria es posible identificar el sector de actividad de un 47 por 100 de las participadas.

(18) Según la norma de valoración 2ª del PGC de 1990, los elementos de inmovilizado material aparecen registrados en el balance por su precio de adquisición (o coste de producción) menos la amortización acumulada y los deterioros de valor, no permitiéndose la revalorización de los mismos, a no ser que alguna disposición legal lo permitiera expresamente, como fue el caso de la Ley de Actualización de Balances de 1996, a la que las empresas pudieron acogerse con carácter voluntario. Por lo tanto, si las compañías tenían inmuebles antiguos ya amortizados registrados en sus balances cuyos valores contables eran muy pequeños, los beneficios obtenidos por su venta tuvieron que ser muy cuantiosos.

(19) El primer año de la muestra se pierden al trabajar con información en primeras diferencias.

BIBLIOGRAFÍA

GARCÍA MONTALVO, J. (2000), «El precio del suelo: la polémica interminable», *Nuevas Fronteras de la Política Económica*, Centre de Recerca en Economia Internacional (CREI) y Universitat Pompeu Fabra.

<p>— (2003), «La vivienda en España: desgracia, burbujas y otras historias», <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>, 78: 1-43.</p> <p>— (2007), «Algunas consideraciones sobre el precio de la vivienda en España», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, 113: 138-155.</p> <p>— (2008), «<i>De la quimera inmobiliaria al colapso financiero</i>». <i>Crónica de un desenlace anunciado</i>, Antoni Bosch Editor, Barcelona.</p> <p>GILL DE ALBORNOZ, et al. dir. (2010), <i>El sector de la construcción en España: pasado, presente y futuro</i>, Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS), en prensa.</p>	<p>MARTÍNEZ, A. (2005), «El actual modelo de crecimiento económico español: debilidades y fortalezas», <i>Sexto Congreso de Economía de Navarra</i>, noviembre.</p> <p>MARTÍNEZ, D.; Riestra, T., e I. SAN MARTÍN (2006), «La demanda de viviendas: factores demográficos», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, 109: 91-106.</p> <p>PÉREZ INFANTE, J. I. (2009), «Crecimiento y características del empleo de los inmigrantes en España», <i>Revista del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales</i>, 80: 237-254.</p> <p>RODRÍGUEZ, J.; FELLINGER, E., y J. DOMÍNGUEZ (2009), «<i>Hogares en España. Proyecciones 2001-2012</i>», Ministerio de Vivienda. Disponible en http://www.mviv.es/</p>	<p>es/xls/estadisticas/ENCUESTAS/EMVE_P01_P12.pdf.</p> <p>REAL DECRETO 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (BOE n.º 278 de 20/11/2007).</p> <p>REAL DECRETO 1515/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas y los criterios contables específicos para microempresas (BOE n.º 278 de 20/11/2007).</p> <p>SEE (2006), «La demanda de viviendas en perspectiva», <i>Situación Inmobiliaria</i>, Servicio de Estudios Económicos (BBVA), febrero.</p>
--	--	--

ANEXO I

Estructura de los estados financieros utilizados en el análisis

<i>BALANCE DE SITUACIÓN</i>		
<i>Variable</i>		<i>Códigos línea SABI</i>
balvar1	Existencias	12
balvar2	Deudores (a)	8 + 13 - 407
balvar3	Inversiones financieras temporales	14
balvar4	Tesorería	16
balvar5	Ajustes por periodificación	17
balvar6	= ACTIVO CIRCULANTE (b)	10 - 15 - 11 - 407 + 8
balvar7	Deudas con entidades de crédito (*)	387 + 392
balvar8	Deudas con empresas del grupo y asociadas (*)	396
balvar9	Acreedores comerciales (*)	30
balvar10	Otras deudas no comerciales (*)	31
balvar11	Ajustes periodificación	32
balvar12	Pasivo contingente cp	33
balvar13	= PASIVO CIRCULANTE (c)	28 + 33 - 407
balvar14	= CAPITAL CIRCULANTE	
balvar15	Gastos de establecimiento y gastos a distribuir en varios ejercicios	3 + 9
balvar16	Inmovilizado inmaterial neto	4
balvar17	Inmovilizado material neto	5
balvar18	Inmovilizado financiero neto	6
balvar19	= INMOVILIZADO NETO (d)	2 + 9 - 8 - 7
balvar20	= TOTAL ACTIVO NETO	
balvar21	Deudas con entidades de crédito a largo plazo (*)	367 + 371
balvar22	Otro exigible a largo plazo (*)	27 - 367 - 371
balvar23	Pasivo contingente a largo plazo	26
balvar24	= EXIGIBLE A LARGO PLAZO (e)	27 + 26
balvar25	INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	25
balvar26	Capital suscrito (f)	20 - 11 - 1
balvar27	Reserva legal	350
balvar28	Reserva de revalorización	348
balvar29	Otras reservas (g)	349 - 350 + 23 + 24 - 15 - 7 + 21
balvar30	Pérdidas y ganancias de ejercicios anteriores	355
balvar31	Pérdidas y ganancias	101
balvar32	= RECURSOS PROPIOS (h)	19 - 11 - 1 - 15 - 7
balvar33	= TOTAL RECURSOS	

Notas:

(*) Ítems no desglosados en el formato de balance abreviado.

(a) Incluye los deudores por operaciones de tráfico a largo plazo (código 8 SABI) y las provisiones para otras operaciones de tráfico (código 407 SABI).

(b) Neto de las partidas accionistas por desembolsos exigidos (código 11 SABI) y acciones propias a corto plazo (código 15 SABI).

(c) Incluye el pasivo contingente a corto plazo (código 33 SABI), provisiones para riesgos y gastos a corto plazo).

(d) Neto de la partida acciones propias a largo plazo (código 7 SABI), e incluye los gastos a distribuir en varios ejercicios (código 9 SABI).

(e) Incluye el pasivo contingente a largo plazo (código 26 SABI), provisiones para riesgos y gastos).

(f) Neto de las partidas accionistas por desembolsos no exigidos (código 1 SABI) y accionistas por desembolsos exigidos (código 11 SABI).

(g) Incluye todas las reservas excepto las desglosadas en otras partidas. Neto de las partidas de acciones propias a corto y largo plazo (códigos 15 y 7 SABI).

(h) Neto de las partidas accionistas por desembolsos no exigidos (código 1 SABI), accionistas por desembolsos exigidos (código 11 SABI) y acciones propias a corto y largo plazo (códigos 15 y 7 de SABI).

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (FORMATO NORMAL)

Variable	Códigos línea SABI
pygvar1	35
pygvar2	32
pygvar3	442 + 443
pygvar4	
pygvar5	410
pygvar6	41
pygvar7	
pygvar8	38
pygvar9	39
pygvar10	40
pygvar11	42
pygvar12	43 - 46
pygvar13	44 - 47
pygvar14	45
pygvar15	48
pygvar16	49
pygvar17	50
pygvar18	51
pygvar19	52 - 103
pygvar20	53

Notas:

(a) Positivo si hay aumento de existencias, negativo si hay disminución. Cuando la variación de existencias de productos terminados y en curso se proporciona desglosada (cuenta de P y G normal) la partida aprovisionamientos correspondiente es la 410. En el resto de casos, la partida aprovisionamientos (código 37 de SABI) no es equivalente a la anterior, porque incluye la variación de existencias de productos terminados y en curso.

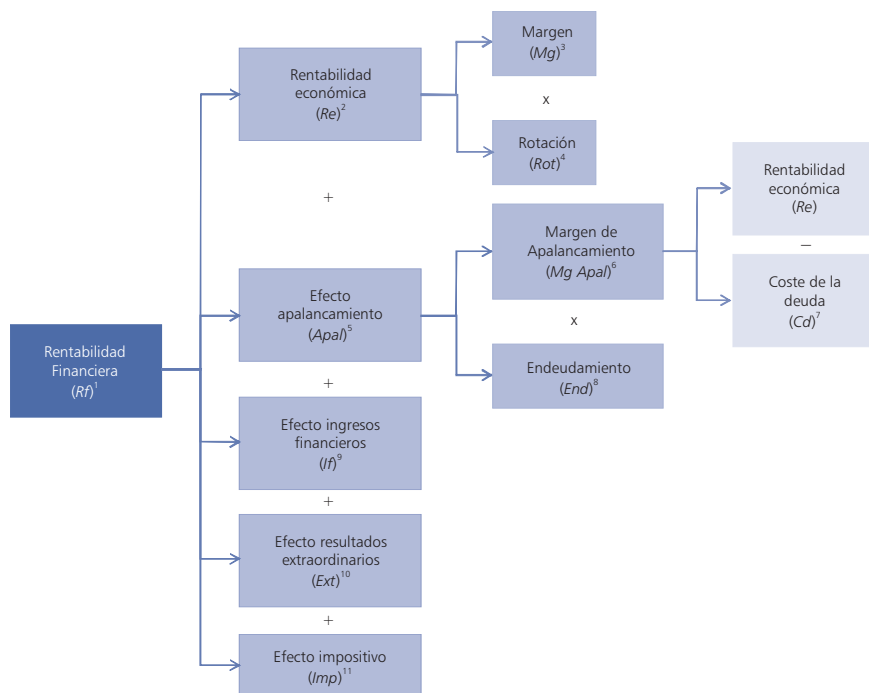
(b) Si hay dotación, resta y si hay exceso de provisión, suma.

(c) Los ítems 52 y 103 en ocasiones están reportados erróneamente en SABI, por lo que el impuesto se ha calculado como la diferencia entre el resultado antes de impuestos y el resultado del ejercicio reportado por la base de datos.

(d) Debe coincidir con el código 101 de SABI, que es el resultado del ejercicio que aparece en el balance de situación.

ANEXO II

A) Análisis de descomposición de la rentabilidad financiera (esquema 1)



$$1 \quad R_f = \frac{\text{Resultado ejercicio}}{\text{Fondos propios corregidos medios}} = \frac{\text{pygvar 20}}{\text{balvar 32} - \text{balvar 28} + \text{balvar 25} \times (1 - t)}$$

Donde t es la tasa impositiva, calculada como:

$$t = \frac{\text{Impuestos}}{\text{Resultado antes impuestos}} = \frac{\text{pygvar 19}}{\text{pygvar 18}}$$

$$2 \quad R_e = \frac{\text{Resultado explotación corregido}}{\text{Inversión neta media}} = \frac{\text{pygvar 11} + \text{pygvar 13}}{\text{balvar 6} + \text{balvar 19} - \text{balvar 28} - \text{balvar 25} \times t - \text{balvar 9} - \text{balvar 10} - \text{balvar 11} - \text{balvar 12}}$$

$$3 \quad M_g = \frac{\text{Resultado explotación corregido}}{\text{Cifra negocios corregida}} = \frac{\text{pygvar 11} + \text{pygvar 13}}{\text{pygvar 1} + \text{pygvar 13}}$$

$$4 \quad R_{ot} = \frac{\text{Cifra negocios corregida}}{\text{Activo total corregido medio}} = \frac{\text{pygvar 1} + \text{pygvar 13}}{\text{balvar 6} + \text{balvar 19} - \text{balvar 28} - \text{balvar 25} \times t - \text{balvar 9} - \text{balvar 10} - \text{balvar 11} - \text{balvar 12}}$$

$$5 \quad A_{pal} = M_g A_{pal} \times E_{nd}$$

$$6 \quad M_g A_{pal} = R_e - C_d$$

$$7 \quad C_d = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda total media}} = \frac{\text{pygvar 14}}{\text{balvar 7} + \text{balvar 8} + \text{balvar 24}}$$

$$8 \quad E_{nd} = \frac{\text{Deuda total media}}{\text{Fondos propios corregidos medios}} = \frac{\text{balvar 7} + \text{balvar 8} + \text{balvar 24}}{\text{balvar 32} - \text{balvar 28} + \text{balvar 25} \times (1 - t)}$$

$$9 \quad I_f = \frac{\text{Ingresos financieros}}{\text{Fondos propios corregidos medios}} = \frac{\text{pygvar 12}}{\text{balvar 32} - \text{balvar 28} + \text{balvar 25} \times (1 - t)}$$

$$10 \quad E_{xt} = \frac{\text{Resultado extraordinario}}{\text{Fondos propios corregidos medios}} = \frac{\text{pygvar 17}}{\text{balvar 32} - \text{balvar 28} + \text{balvar 25} \times (1 - t)}$$

$$11 \quad I_{mp} = -(R_e + A_{pal} + I_f + E_{xt}) \times t$$

X : Indica la media aritmética de la variable X entre el año t y el año $t - 1$.

ANEXO II

B) Análisis de origen y aplicación de fondos (esquema 2)

Resultado de explotación después de impuestos (1)
 + Dotación amortización (2)
 + Variación de provisiones de tráfico (3)
= Cash Flow Operativo (4) = (1) + (2) + (3)
 – Variación de necesidades operativas de fondos (5)
 – Variación de inmovilizado material e inmaterial (6)
 – Variación de inmovilizado financiero (7)
= Free Cash Flow (8) = (4) + (5) + (6) + (7)
 + Ingresos financieros después de impuestos (9)
 – Gastos financieros después de impuestos (10)
 + Variación de deuda con coste (11)
 + Resultados extraordinarios después de impuestos (12)
 + Variación de deuda a largo plazo sin coste (13)
= Superávit (Déficit) (14) = (8) + (9) + (10) + (11) + (12) + (13)
+ Variación de fondos propios (15) = (16) + (17) + (18)
 + Variación de capital suscrito (16)
 – Resultados distribuidos (17)
 + Variación otras reservas (18)
= Variación de tesorería (19)

$$(1) = (\text{pygvar}11 + \text{pygvar}13) \times (1 - t)$$

Donde t es la tasa impositiva, calculada como se indica en el Anexo II a)

$$(2) = \text{pygvar } 9$$

$$(3) = \text{pygvar } 10$$

$$(5) = - [(\Delta\text{balvar } 6 - \Delta\text{balvar } 4 - (\Delta\text{balvar } 9 + \Delta\text{balvar } 10 + \Delta\text{balvar } 11 + \Delta\text{balvar } 12)) + \text{pygvar } 10]$$

$$(6) = - (\Delta\text{balvar } 19 - \Delta\text{balvar } 18 - \Delta\text{balvar } 28 + \text{pygvar } 9)$$

$$(7) = - (\Delta\text{balvar } 18)$$

$$(9) = \text{pygvar } 12 \times (1 - t)$$

$$(10) = \text{pygvar } 14 \times (1 - t)$$

$$(11) = [\Delta\text{balvar } 13 - (\Delta\text{balvar } 9 + \Delta\text{balvar } 10 + \Delta\text{balvar } 11 + \Delta\text{balvar } 12)] + \Delta\text{balvar } 24$$

$$(12) = \text{pygvar } 17 \times (1 - t)$$

$$(13) = \Delta\text{balvar } 25 \times t$$

$$(16) = \Delta\text{balvar } 26$$

$$(17) = \Delta\text{balvar } 27 + \Delta\text{balvar } 29 + \Delta\text{balvar } 30 - \Delta\text{balvar } 31_{t-1}$$

$$(18) = \Delta[\text{balvar}25 \times (1 - t)]$$

Δ : Indica que la variable está en primeras diferencias.

APÉNDICE

CRISIS FINANCIERA Y COYUNTURA ECONÓMICA

Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

ECONOMÍA INTERNACIONAL. PRINCIPALES INDICADORES (*) (Variación porcentual con respecto al período anterior, salvo indicación en contrario)

Países o áreas	Dato	Periodo	MEDIA LARGO PLAZO			2008				2009			Variación desde inicio recesión	Periodo desde	
			2007	2008	2009 (p)	III tr.	IV tr.	I tr.	II tr.	Julio	Agosto	Septiembre			
PIB pm															
Economías avanzadas	2,9	1982-2007	2,7	0,6	-3,4										
EE.UU.	3,1	1982-2007	2,1	0,4	-2,5	-0,7	-1,4	-1,6	-0,2					-3,7	I T.08
UEM	2,3	1994-2007	2,8	0,6	-4,0	-0,4	-1,8	-2,5	-0,2					-5,1	II T.08
Alemania	2,0	1982-2007	2,5	1,3	-5,0	-0,3	-2,4	-3,5	0,3					-6,4	II T.08
Francia	2,1	1982-2007	2,3	0,4	-2,2	-0,3	-1,4	-1,4	0,3					-3,2	II T.08
Italia	1,8	1982-2007	1,6	-1,0	-4,7	-0,8	-2,1	-2,7	-0,5					-6,4	IV T.07
España	3,1	1982-2007	3,6	0,9	-3,7	-0,6	-1,1	-1,6	-1,1					-4,2	II T.08
Reino Unido	2,8	1982-2007	2,6	0,5	-4,6	-0,7	-1,8	-2,5	-0,6					-5,6	II T.08
Japón	2,5	1982-2007	2,3	-0,7	-5,9	-1,3	-3,4	-3,3	0,6					-7,9	II T.08
Nuevos países industrializados asiáticos	6,4	1982-2007	5,7	1,5	-2,4	(a)									
Economías emergentes	4,3	1982-2007	8,3	6,0	1,7	(a)									
África	3,3	1982-2007	6,3	5,2	1,7	(a)									
Europa Central y Oriental	2,9	1982-2007	5,5	3,0	-5,0	(a)									
CEI	1,3	1982-2007	8,6	5,5	-6,7	(a)									
Rusia	1,8	1993-2007	8,1	5,6	-7,5	(a)									
Países asiáticos en desarrollo	7,4	1982-2007	10,6	7,6	6,2	(a)									
China	10,2	1982-2007	13,0	9,0	8,5	(a)									
Oriente Medio	3,7	1982-2007	6,2	5,4	2,0	(a)									
América Latina	2,8	1982-2007	5,7	4,2	-2,5	(a)									
Brasil	2,7	1982-2007	5,7	5,1	-0,7	(a)									
México	2,4	1982-2007	3,3	1,3	-7,3	(a)									
Consumo privado															
EE.UU.	3,5	1982-2007	2,6	-0,2	-0,8	-0,9	-0,8	0,2	-0,2					-1,9	I T.08
UEM	2,0	1996-2007	1,7	0,4	-1,0	0,0	-0,5	-0,5	0,1					-1,3	II T.08
Alemania	1,8	1982-2007	-0,3	0,4	0,6	0,3	-0,4	0,6	0,7					0,6	II T.08
Francia	2,2	1982-2007	2,5	1,0	0,8	0,2	0,1	0,2	0,2					0,8	II T.08
Italia	1,8	1982-2007	1,2	-0,9	-1,5	0,2	-1,0	-1,1	0,1					-2,8	IV T.07
España	3,0	1982-2007	3,6	-0,6	-5,2	-1,1	-1,2	-2,1	-1,5					-6,7	I T.08
Reino Unido	3,2	1982-2007	2,1	1,0	-3,3	-0,4	-1,2	-1,5	-0,7					-3,8	II T.08
Japón	2,3	1982-2007	0,7	0,6	-1,2	0,1	-0,7	-1,2	0,7					-2,0	II T.08
Consumo público															
EE.UU.	2,1	1982-2007	1,5	3,4	2,5	1,3	0,5	-0,3	1,0					3,8	I T.08
UEM	1,8	1996-2007	2,3	2,0	2,0	0,5	0,6	0,6	0,7					3,3	II T.08
Alemania	1,1	1982-2007	1,7	2,1	2,3	0,1	0,6	1,1	0,4					2,9	II T.08
Francia	2,1	1982-2007	1,5	1,2	1,5	0,6	0,3	0,0	0,6					1,8	II T.08
Italia	1,5	1982-2007	1,0	0,6	1,2	-0,2	0,1	-0,1	1,9					2,5	IV T.07
España	4,3	1982-2007	5,5	5,5	4,3	1,9	1,6	1,1	0,4					6,9	II T.08
Reino Unido	1,5	1982-2007	1,2	2,5	2,9	0,5	1,0	0,1	0,6					2,9	II T.08
Japón	2,9	1982-2007	1,9	0,8	0,8	-0,2	1,3	0,1	-0,3					0,2	II T.08
Formación bruta de capital fijo															
EE.UU.	4,0	1982-2007	-1,4	-4,2	-14,5	-1,7	-4,7	-9,9	-1,7					-18,8	IV T.07
UEM	3,1	1994-2007	4,8	-0,4	-10,7	-1,5	-3,5	-5,4	-1,5					-12,5	II T.08
Alemania	1,9	1982-2007	5,0	3,1	-8,9	0,6	-2,0	-7,7	0,8					-10,5	II T.08
Francia	2,5	1982-2007	6,5	0,6	-6,2	-1,2	-2,5	-2,6	-0,9					-8,2	II T.08
Italia	1,9	1982-2007	2,0	-3,0	-12,2	-2,5	-6,1	-5,0	-2,9					-15,8	I T.08
España	4,8	1982-2007	4,6	-4,4	-15,6	-3,5	-4,6	-6,3	-3,9					-19,7	I T.08
Reino Unido	4,3	1982-2007	7,8	-3,3	-15,9	-3,6	-2,2	-7,3	-5,2					-19,8	I T.08
Japón	1,8	1982-2007	0,8	-5,0	-12,3	-2,7	-4,2	-6,1	-3,1					-20,5	II T.07

(*) Ver nota al final de este cuadro.

ECONOMÍA INTERNACIONAL. PRINCIPALES INDICADORES (*) (continuación)
(Variación porcentual con respecto al período anterior, salvo indicación en contrario)

Países o áreas	Dato	Periodo	MEDIA LARGO PLAZO			2008				2009			Variación desde inicio recesión	Periodo desde	
			2007	2008	2009 (p)	III tr.	IV tr.	I tr.	II tr.	Julio	Agosto	Septiembre			
Formación bruta de capital fijo en bienes de equipo															
EE.UU.	5,5	1982-2007	1,5	-4,4	-15,0	-2,4	-7,2	-10,7	-1,2						
UEM	1,9	1997-2007	7,7	1,6	-17,9	-1,1	-5,4	-12,8	-3,0					-20,7	II T.08
Alemania	3,4	1982-2007	6,9	5,3	-20,8	1,5	-3,7	-18,5	-0,5					-21,9	I T.08
Francia	3,7	1982-2007	9,5	2,7	-11,8	-2,4	-3,9	-4,0	-1,2					-11,7	II T.08
Italia	2,7	1982-2007	3,0	-4,6	-19,8	-4,1	-8,7	-10,3	-4,8					-25,3	I T.08
España	5,1	1982-2007	9,0	-1,8	-25,4	-4,3	-7,2	-14,4	-6,5					-29,2	I T.08
Reino Unido	4,7	1982-2007	11,5	-3,0	-26,8	-1,4	-1,9	-10,0	-11,4					-25,6	I T.08
Japón	4,1	1982-2007	5,5												
Formación bruta de capital fijo en construcción															
EE.UU.	1,8	1982-2007	-4,8	-6,3	-14,0										
UEM	1,9	1997-2007	2,3	-0,8	-6,1	-1,9	-2,6	-1,1	-0,9					-8,7	II T.08
Alemania	0,4	1982-2007	0,0	2,6	-0,6	-0,4	-1,0	0,2	1,4					-4,1	II T.08
Francia	1,3	1982-2007	5,1	-1,0	-4,5	-1,1	-2,7	-3,3	-1,2					-9,8	II T.08
Italia	1,0	1982-2007	1,0	-1,8	-6,8	-1,3	-4,4	-1,0	-1,6					-9,5	II T.08
España	4,5	1982-2007	3,2	-5,5	-11,4	-2,9	-3,5	-3,3	-2,9					-15,9	IV T.07
Reino Unido	3,5	1982-2007	6,3	-3,3	-11,0	-4,4	-1,1	-7,1	-0,8					-17,0	I T.08
Japón	-0,1	1982-2006													
Inventarios (contribución al crecimiento)															
EE.UU.	0,0	1982-2007	-0,3	-0,4		0,1	-0,2	-0,6	-0,4						
UEM	-0,1	1996-2007	0,0	0,1		0,4	0,2	-0,7	-0,6						
Alemania	-0,1	1982-2007	-0,1	0,5		0,8	0,2	0,0	-1,9						
Francia	0,0	1982-2007	0,0	-0,3		0,0	-0,4	-0,7	-0,6						
Italia	0,0	1982-2007	0,0	-0,3		0,2	0,2	-0,4	-0,3						
España	0,0	1982-2007	-0,1	0,1		0,0	0,0	0,0	0,0						
Reino Unido	0,0	1982-2007	0,2	-0,4											
Japón	0,0	1982-2007	0,3	-0,2		-0,5	0,6	-0,3	-0,8						
Exportaciones															
EE.UU.	5,8	1982-2007	8,7	5,4	-10,9	-0,9	-5,3	-8,5	-1,0					-15,0	III T.08
UEM	6,3	1996-2007	6,3	1,0	-14,2	-1,0	-7,0	-9,2	-1,5					-18,1	II T.08
Alemania	6,3	1982-2007	7,5	2,9	-15,4	-0,1	-7,9	-10,5	-1,2					-18,6	III T.08
Francia	4,7	1982-2007	2,6	-0,2	-10,9	-0,6	-6,1	-7,4	0,7					-13,3	IV T.07
Italia	4,2	1982-2007	4,6	-3,7	-20,2	-3,3	-7,4	-11,8	-3,7					-24,4	IV T.07
España	6,6	1982-2007	6,6	-1,0	-13,0	-2,4	-5,4	-9,4	0,6					-16,2	IV T.07
Reino Unido	4,7	1982-2007	-2,8	1,0	-11,5	-1,0	-4,0	-7,1	-1,4					-13,0	III T.08
Japón	5,4	1982-2007	8,4	1,8	-26,6	-0,7	-13,6	-22,5	6,4					-32,2	II T.08
Importaciones															
EE.UU.	7,3	1982-2007	2,0	-3,2	-14,9	-0,6	-4,5	-10,7	-3,9					-20,1	II T.07
UEM	6,3	1996-2007	5,5	1,1	-12,5	0,3	-4,6	-7,9	-2,9					-15,4	II T.08
Alemania	5,5	1982-2007	4,8	4,3	-9,5	3,4	-4,2	-5,3	-5,1					-12,3	II T.08
Francia	5,1	1982-2007	5,4	0,8	-9,5	0,3	-3,3	-5,9	-2,1					-11,2	IV T.07
Italia	4,6	1982-2007	3,8	-4,5	-15,7	-1,6	-5,7	-9,0	-3,0					-21,0	II T.07
España	9,1	1982-2007	8,0	-4,9	-20,0	-4,1	-6,3	-11,5	-2,3					-25,2	I T.08
Reino Unido	5,9	1982-2007	-0,7	-0,8	-13,7	-1,3	-5,5	-7,0	-2,2					-16,4	I T.08
Japón	4,6	1982-2007	1,5	0,9	-16,7	0,2	2,5	-14,9	-5,1					-19,6	II T.08
Índice de producción industrial															
EE.UU.	2,9	1987-2007	1,5	-2,2		-2,3	-3,4	-5,1	-2,7	0,9	1,2	0,7		-12,9	dic-07
UEM	1,7	1991-2007	3,7	-1,8		-1,6	-8,0	-8,6	-1,1	0,2	0,9			-14,9	sep-08
Alemania	1,6	1992-2007	6,1	0,0		-1,1	-7,1	-12,9	-0,6	-0,9	1,6	3,0		-18,4	ago 08
Francia	0,8	1991-2007	1,2	-2,6		-1,4	-6,6	-6,9	-0,5	0,3	1,9			-14,1	abr-08
Italia	0,9	1991-2007	2,2	-3,4		-4,6	-8,1	-9,4	-3,0	2,4	7,0			-17,4	abr-08
España	2,7	1994-2007	2,0	-7,3		-4,4	-7,6	-5,8	-1,7	-0,7	1,2	-1,4		-23,4	feb-08
Reino Unido	1,3	1982-2007	0,3	-3,1		-2,2	-4,5	-5,1	-0,5	0,6	-2,5			-14,6	feb-08
Japón	1,9	1982-2007	2,9	-3,4		-3,2	-11,3	-22,2	8,3	2,1	1,6	1,4		-22,1	may-08

(*) Ver nota al final de este cuadro.

ECONOMÍA INTERNACIONAL. PRINCIPALES INDICADORES (*) (continuación)
(Variación porcentual con respecto al período anterior, salvo indicación en contrario)

Países o áreas	MEDIA LARGO PLAZO		2008						2009			Variación desde inicio recesión	Período desde	
	Dato	Período	2007	2008	2009 (p)	III tr.	IV tr.	I tr.	II tr.	Julio	Agosto			Septiembre
Pedidos industriales														
EE.UU. (1)	3,8	1994-2007	1,4	-5,8		-2,1	-14,0	-11,6	1,0	4,8	-2,6	1,0	-23,3	abr-08
UEM	4,3	1996-2007	8,7	-5,2		-3,3	-19,1	-11,3	1,3	3,0	2,0		-24,0	jul-08
Alemania	3,8	1992-2007	10,8	-5,6		-4,6	-17,9	-15,9	4,4	2,0	1,8		-28,0	mar-08
Francia	2,4	2001-2007	7,2	-6,5		-4,0	-17,6	-3,6	-1,4	4,1	3,0		-21,2	abr-08
Italia	3,9	1991-2007	8,0	-3,8		-3,5	-16,9	-9,4	-3,1	4,0	-6,4		-29,8	mar-08
España	6,2	2003-2007	-6,9	-27,2		-7,4	-10,8	-9,8	-5,0	-2,5	-0,2		-37,2	mar-08
Reino Unido	2,9	1999-2007	21,9	-4,5		1,5	-15,3	-5,5	-0,9	-1,9	-0,3		-30,0	nov-07
Japón	3,7	2000-2007	0,7	-5,7		-10,9	-15,1	-14,4	-8,1	0,2	0,4		-44,9	feb-08
Confianza industrial (índices PMI, niveles)														
EE.UU.	51,8	1982-2007	51,1	45,5		47,4	36,1	35,9	42,6	48,9	52,9	52,6	6,4	ago-08
UEM	52,7	1997-2007	52,8	39,9		46,6	36,9	34,0	40,0	46,3	48,2	49,3	-2,0	ene-08
Alemania	52,8	1997-2007	55,8	48,6		49,3	37,1	32,2	38,6	45,7	49,2	49,6	-4,1	mar-08
Francia	53,0	1999-2007	46,7	44,6		45,3	37,6	36,4	43,1	48,1	50,8	53,0	1,8	feb-08
Italia	52,0	1998-2007	53,1	45,1		45,6	36,7	35,2	40,3	45,4	44,3	47,6	-4,4	ago-07
España	52,6	1998-2007	53,2	40,4		40,0	30,8	32,1	39,1	47,3	47,2	45,8	-8,7	jun-07
Reino Unido	51,6	1992-2007	54,4	44,9		43,4	36,6	36,7	45,3	50,3	49,7	49,9	-1,0	nov-07
Japón	52,5	2002-2007	51,2	45,3		46,1	36,6	31,7	45,4	50,4	53,6	54,5	2,0	ene-08
Ventas por menor (excl. automóviles)														
EE.UU. (2)	5,5	1993-2007	3,8	2,4		-0,2	-6,7	-1,7	-0,2	-0,5	1,1	0,5	-5,6	ene-08
UEM	1,5	1996-2007	1,4	-0,7		-0,5	-0,8	-0,8	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7	-4,0	ene-08
Alemania	-0,3	1995-2007	-3,0	-0,6		0,7	-0,4	-0,9	-0,2	1,5	-1,8	-0,5	-2,8	ene-08
Francia	3,2	1996-2007	4,0	1,3		0,1	-1,1	-0,5	1,2	-0,6	1,5		0,0	ene-08
Italia	0,1	1996-2007	0,8	-2,2		-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2		-3,9	sep-07
España	2,9	1996-2007	2,7	-5,4		-1,5	-2,9	-0,8	-0,7	-1,0	1,4	-1,0	-10,4	jul-07
Reino Unido	4,3	1999-2007	4,3	2,4		-0,6	0,5	0,2	0,8	0,3	0,1	0,0	2,3	abr 08
Japón	1,5	1982-2007	-0,1	0,3		-0,1	-1,1	-1,6	-0,1	0,3	1,0		-2,2	feb-08
Confianza del consumidor (niveles)														
EE.UU.	90,8	1982-2007	85,6	63,8		64,8	57,7	58,3	68,2	66	65,7	73,5	-19,8	jul-07
UEM	-11,1	1985-2007	-4,9	-18,0		-19,1	-27,1	-32,5	-27,9	-23,0	-22,0	-19,0	-16,4	jun-07
Alemania	-8,2	1985-2007	4,4	-7,5		-8,6	-17,3	-30,1	-31,4	-25,5	-22,6	-19,2	-26,5	may-07
Francia	-17,8	1985-2007	-5,7	-22,4		-23,6	-33,0	-35,7	-30,8	-28,1	-32,1	-24,4	-23,1	may-07
Italia	-13,1	1985-2007	-18,7	-23,8		-24,5	-27,1	-28,6	-22,6	-16,7	-15,0	-15,7	-4,5	mar-07
España	-10,8	1985-2007	-13,3	-33,7		-38,2	-45,1	-44,4	-28,0	-19,5	-19,9	-22,4	-11,1	jul-07
Reino Unido	-7,9	1985-2007	-4,1	-19,4		-24,9	-28,1	-31,0	-19,9	-16,0	-16,2	-10,1	-5,9	ago 07
Japón	43,6	1982-2007	43,5	31,7		31,2	26,9	28,4	37,6			40,2	-3,6	III T. 07
Matriculaciones de automóviles														
EE.UU. (3)	5,5	1993-2007	0,7	-14,7		-8,6	-10,3	-1,9	-0,4	2,0	8,8	-11,8	-30,3	oct-07
UEM	-0,8	2000-2007	-0,6	-4,3		-2,3	-7,3	0,9	15,7	-0,7	-3,9	4,1	5,4	dic-07
Alemania	-2,2	2000-2007	-9,2	-1,8		-1,7	-4,9	21,7	16,2	-4,5	-5,5	-1,0	19,3	dic-07
Francia	-0,4	2000-2007	3,2	-0,7		-3,7	-5,6	4,5	9,0	-2,0	-1,1	11,1	4,9	ene-08
Italia	0,9	2000-2007	7,2	-13,4		-3,8	-3,7	-10,7	18,5	0,8	-7,4	10,1	-7,5	jun-07
España	5,3	1982-2007	-1,8	-27,7		-18,1	-16,3	-9,5	5,3	7,4	-4,5	20,7	-28,3	ago 07
Reino Unido	1,2	2000-2007	2,5	-11,3		-13,8	-9,7	-5,9	6,9	14,8	-3,5	2,4	-11,4	oct-07
Japón (4)	-1,0	2000-2007	-3,0	0,1		-1,6	-2,5	1,1	3,1	4,7	0,5		4,2	feb-08
Empleo (personas)														
EE.UU.	1,5	1982-2007	1,1	-0,4	-3,5	-0,5	-0,9	-1,7	-0,6				-3,9	I T.08
UEM	0,9	1982-2007	1,8	0,7	-1,9	-0,3	-0,3	-0,7	-0,5				-1,8	III T.08
Alemania	0,6	1982-2007	1,7	1,4	-0,3	0,2	0,1	-0,1	-0,1				-0,2	I T.09
Francia	0,6	1982-2007	1,4	0,5	-1,8	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5				-1,2	III T.08
Italia	0,7	1982-2007	1,2	0,3	-1,1	-0,4	-0,2	-0,2	0,0				-0,9	III T.08
España	2,2	1982-2007	3,0	-0,6	-6,6	-1,5	-2,0	-2,5	-1,3				-7,6	II T.08
Reino Unido	0,8	1982-2007	0,7	0,7	-2,0	-0,3	-0,2	-0,5	-0,9				-1,9	III T.08
Japón	0,3	1982-2007	0,4	-0,4	-3,0	-0,5	0,1	-0,2	-1,5				-2,4	III T.07

(*) Ver nota al final de este cuadro.

ECONOMÍA INTERNACIONAL. PRINCIPALES INDICADORES (*) (continuación)
(Variación porcentual con respecto al período anterior, salvo indicación en contrario)

Países o áreas	MEDIA LARGO PLAZO		2008			2009			2009			Variación desde inicio recesión	Periodo desde	
	Dato	Periodo	2007	2008	2009 (p)	III tr.	IV tr.	I tr.	II tr.	Julio	Agosto			Septiembre
Tasa desempleo													Puntos porcentuales de variación	
EE.UU.	6,0	1982-2007	4,6	5,8		6,1	6,9	8,1	9,3	9,4	9,7	9,8	5,0	feb-08
UEM	9,3	1993-2007	7,5	7,6		7,6	8,0	8,8	9,3	9,5	9,6	9,7	2,5	mar-08
Alemania	8,6	1992-2007	8,4	7,3		7,1	7,1	7,3	7,6	7,6	7,6	7,6	0,5	dic-08
Francia	9,5	1982-2007	8,3	7,9		7,9	8,3	8,9	9,4	9,7	9,8	10,0	2,4	may-08
Italia	9,0	1982-2007	6,1	6,8		6,8	6,9	7,4	7,4				1,5	jun-07
España	13,7	1986-2007	8,3	11,4		11,9	14,0	16,4	17,9	18,5	18,8	19,3	11,4	may-07
Reino Unido	7,9	1982-2007	5,4	5,6		5,8	6,3	7,0	7,7	7,8			2,5	may-08
Japón	3,4	1982-2007	3,9	4,0		4,0	4,0	4,5	5,2	5,7	5,5		1,5	nov-08
Tasa inflación índice general													Tasas de variación interanual	
EE.UU.	2,6	1997-2007	2,9	3,8		5,3	1,6	0,0	-1,2	-2,1	-1,5	-1,3		
UEM	2,0	1997-2007	2,1	3,3		3,8	2,3	1,0	0,2	-0,6	-0,2	-0,3		
Alemania	1,5	1997-2007	2,3	2,8		3,3	1,7	0,8	0,2	-0,7	-0,1	-0,5		
Francia	1,6	1997-2007	1,6	3,2		3,6	2,0	0,7	-0,2	-0,8	-0,2	-0,4		
Italia	2,2	1997-2007	2,0	3,5		4,1	2,9	1,4	0,9	-0,1	0,1	0,4		
España	2,9	1997-2007	2,8	4,1		5,0	2,5	0,5	-0,7	-1,4	-0,8	-1,0		
Reino Unido	1,6	1997-2007	2,3	3,6		4,8	3,9	3,0	2,1	1,7	1,5	1,1		
Japón	-0,3	2000-2007	0,0	1,4		2,2	1,0	-0,1	-1,0	-2,2	-2,2	-2,4		
Tasa inflación sin energía, alimentos, alcohol y tabaco													Tasas de variación interanual	
EE.UU. (5)	2,2	1997-2007	2,3	2,3		2,5	2,0	1,7	1,8	1,5	1,4	1,5		
UEM	1,6	1997-2007	1,9	1,8		1,8	1,9	1,6	1,6	1,3	1,3	1,2		
Alemania	1,0	1997-2007	1,9	1,3		1,3	1,3	1,3	1,6	1,3	1,4	1,2		
Francia	1,3	1997-2007	1,6	1,8		1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,6	1,3		
Italia	2,2	1997-2007	1,8	2,2		2,3	2,3	1,6	1,8	1,3	1,3	1,6		
España	2,7	1997-2007	2,5	2,4		2,5	2,5	1,6	1,1	0,6	0,4	0,2		
Reino Unido	1,2	1997-2007	1,6	1,6		2,0	1,6	1,5	1,5	1,7	1,7	1,6		
Japón (5)	-0,5	2000-2007	-0,3	0,0		0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,9	-0,9	0,6		
Balanza de Pagos (Saldo en % del PIB)														
EE.UU.	-2,7	1982-2007	-5,2	-4,9	-2,9	-5,1	-4,3	-2,9	-2,8					
UEM	0,2	1982-2007	0,4	-0,8	-0,6	-1,0	-1,9	-1,9	-0,7					
Alemania	1,7	1982-2007	7,9	6,6	4,0	6,5	5,5	2,9	4,3					
Francia	-0,5	1982-2007	-2,3	-3,3	-2,3	-2,8	-2,4	-2,0	-2,2					
Italia	-0,2	1982-2007	-1,8	-3,0	-2,4	-3,3	-4,0	-3,1	-1,8					
España	-2,8	1982-2007	-10,0	-9,5	-5,4	-9,5	-7,4	-8,0	-4,4					
Reino Unido	-1,7	1982-2007	-2,7	-1,6	-2,4	-2,1	-2,2	-1,2	-3,3					
Japón	2,8	1982-2007	4,8	3,2	1,8	3,2	1,7	1,5	3,3					
Déficit público (% PIB)														
EE.UU.	-3,2	1982-2007	-2,7	-6,4	-11,3									
UEM	-2,3	1995-2007	-0,6	-2,0	-6,4									
Alemania	-2,2	1982-2007	0,2	0,0	-3,4									
Francia	-3,1	1982-2007	-2,7	-3,4	-8,3									
Italia	-7,2	1982-2007	-1,5	-2,7	-5,3									
España	-3,0	1982-2007	1,9	-4,1	-11,2									
Reino Unido	-2,6	1982-2007	-2,7	-5,0	-12,1									
Japón	-3,5	1982-2007	-2,5	-3,8	-8,0									
Deuda pública bruta (% PIB)														
EE.UU.	61,9	1982-2007	62,2	70,7	83,1									
UEM	61,5	1982-2007	66,0	69,3	78,2									
Alemania	51,3	1982-2007	65,0	65,9	73,1									
Francia	47,5	1982-2007	63,8	67,4	76,1									
Italia	100,6	1982-2007	103,5	105,8	114,6									
España	48,0	1982-2007	36,1	39,7	54,3									
Reino Unido	44,2	1982-2007	44,2	52,0	68,6									
Japón	109,3	1982-2007	187,7	173,1	189,8									

(*) Ver nota al final de este cuadro.

ECONOMÍA INTERNACIONAL. PRINCIPALES INDICADORES (*) (continuación)
(Variación porcentual con respecto al período anterior, salvo indicación en contrario)

Países o áreas	MEDIA LARGO PLAZO		2008				2009				Variación desde inicio recesión	Período desde		
	Dato	Período	2007	2008	2009 (p)	III tr.	IV tr.	I tr.	II tr.	Julío			Agosto	Septiembre
Tipo de interés de referencia de la política monetaria (niveles)													<i>Puntos porcentuales de variación (6)</i>	
EE.UU.	5,7	1982-2007	5,00	1,88		2,00	0,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	-5,00	sep-07
UEM	3,0	1999-2007	3,85	3,85		4,25	3,17	1,83	1,08	1,00	1,00	1,00	-3,25	oct-08
Reino Unido	5,2	1997-2007	5,50	4,63		5,00	3,17	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	-5,25	dic-07
Japón	0,5	1993-2007	0,48	0,43		0,50	0,50	0,50	0,50	0,10	0,10	0,10	-0,40	oct-08
Tipo de cambio con el euro (niveles)														
EE.UU.	1,113	1982-2007	1,371	1,471		1,504	1,317	1,302	1,362	1,409	1,427	1,456		
Reino Unido	0,681	1982-2007	0,685	0,797		0,795	0,841	0,908	0,880	0,861	0,863	0,891		
Japón	151,0	1982-2007	161,2	152,3		161,8	126,4	121,9	132,5	133,1	135,3	133,1		
Tipo de cambio efectivo nominal (niveles; 1999=100)														
EE.UU.	97,4	1998-2007	82,2	78,2		77,4	84,5	85,8	82,8	79,9	78,6	77,3		
UEM	98,7	1993-2007	107,9	113,0		114,0	109,1	111,9	113,2	113,8	113,9	115,2		
Japón	100,0	1993-2008	88,7	99,5		93,9	113,8	118,1	110,2	111,4	109,9	113,1		

(*) Las dos primeras columnas representan la tasa de crecimiento media de largo plazo de cada indicador y el período al que hace referencia (desde 1982, o el mayor período para el que se dispone de datos, en cada caso). Se trata con ello de proporcionar una referencia que permita situar la posición cíclica de cada uno de los indicadores. Posteriormente, se expresan las tasas de variación anuales de los dos últimos años disponibles, 2007 y 2008, así como las previsiones para 2009 (previsiones de otoño de la Comisión Europea) en los casos en los que estas existen. Los datos trimestrales y mensuales son tasas de variación intertrimestrales e intermensuales (salvo indicación en contrario) calculados a partir de datos desestacionalizados. Finalmente, las dos últimas columnas reflejan, para cada indicador, la variación que el mismo ha sufrido desde que comenzó a descender, indicándose el período en el cual se inicia dicho descenso. Hay que tener en cuenta que en muchos casos el indicador ya ha iniciado la recuperación desde su punto más bajo, por lo que a veces esta variación es incluso positiva, es decir, el nivel de dicho indicador ya se situaba, en el último período para el que se disponía de datos en el momento de cerrar este cuadro, por encima del nivel alcanzado antes de iniciar su retroceso.

(p) Previsiones de la Comisión Europea, otoño 2009.

(a) Previsiones del Fondo Monetario Internacional, otoño 2009.

(1) Pedidos de bienes duraderos.

(2) Sin deflactor.

(3) Ventas minoristas de automóviles y otros vehículos.

(4) Ventas minoristas de vehículos de motor.

(5) General sin energía ni alimentos.

(6) Puntos de variación desde el inicio de los recortes de tipos.

Fuentes: FMI, Eurostat, AMECO, Comisión Europea, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Bureau of the Census, Ministry of Internal Affairs and Communications, Oficina Estadística Federal de Alemania, Ministerio de Economía y Hacienda, Banco de España, INE.

COLABORADORES EN ESTE NÚMERO

AYUSO HUERTAS, Juan. Es director del Departamento de Estudios Monetarios y Financieros en el Banco de España, donde trabaja desde 1990. Tras licenciarse en Ciencias Económicas y Empresariales en la Universidad Complutense de Madrid en 1987, realizó el programa de postgrado del CEMFI y se doctoró, posteriormente, en Economía en la misma Universidad. Sus trabajos se han centrado en las áreas de economía financiera y economía monetaria y se han publicado en revistas profesionales tanto nacionales (como *Investigaciones Económicas*, *Revista Española de Economía* o *Moneda y Crédito*) como internacionales (entre otras, *Economic Journal*, *Journal of International Money and Finance*, *Journal of Empirical Finance* o *Journal of Financial Intermediation*). Actualmente es director adjunto de *Moneda y Crédito*, editor ejecutivo de *Revista de Economía Financiera* y miembro del Consejo de SUERF.

BLANCO ESCOLAR, Roberto. Doctor (PhD) por la Universidad del País Vasco (1998). Ha trabajado como economista para la división de Análisis Económico de la CMNV y para el Departamento de Estudios Monetarios y Financieros del Banco de España. Ha sido manager de la Unidad de Análisis Financiero del Banco de España, y en la actualidad es director de la División de Estudios Financieros. Ha publicado artículos en varias revistas de investigación como *The Journal of Finance*, *The European Journal of Finance* o *Journal of International Financial Markets*.

CARBÓ VALVERDE, Santiago. Nacido en Gandía (Valencia) en 1966. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia, Doctor (PhD) in Economics y Master in Banking and Finance por la University of Wales, Bangor, (Reino Unido). Es catedrático de Fundamentos del Análisis Económico en el Departamento de Teoría e Historia Económica de la Universidad de Granada. Fue director del Departamento de Teoría e Historia Económica entre 2004 y 2006 y decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Granada entre 2006 y 2008. Dirige el Gabinete de Análisis Financiero y el programa de investigación en sistema financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS). Asimismo, es investigador y consultor del Banco de la Reserva Federal de Chicago desde 2008. Ha sido y es asesor de instituciones públicas como el Banco Central Europeo, La Comisión Europea, el Ministerio de Ciencia e Innovación, el Ministerio de Trabajo y el Institute of European Finance, y privadas en consultoras de prestigio internacionales. Autor de más de 200 artículos y publicaciones sobre el sistema financiero. Ha publicado, entre otras, en las siguientes revistas: *Review of Finance*, *Journal of International Money and Finance*, *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Financial Services Research*, *Regional Studies*, *Journal of Economics and Business*, *European Urban and Regional Studies*, *The Manchester School*, *Journal of Productivity Analysis*, *Annals of Regional Science*, *Applied Economics*, *European Financial Management*, *Public Money and Management*, *Spanish Economic Review*, *Journal of International Financial Markets*, *Institutions*

and Money, *Applied Financial Economics*, *Investigaciones Económicas*, *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, *Perspectivas del Sistema Financiero*, *Revista de Economía Aplicada*, *Hacienda Pública Española-Revista de Economía Pública* y *Revue de la Banque*. Ha impartido conferencias y seminarios en foros internacionales (G-20, Banco Mundial, World Savings Banks Institute), en varios bancos centrales e instituciones regulatorias (Banco Central Europeo, Federal Reserve Board, Banco de España, Comisión Nacional de la Competencia), en varios bancos de la Reserva Federal de Estados Unidos, así como en varias universidades, donde también ha sido profesor visitante, entre las que destacan la New York University, Indiana University, Boston College, Florida State University, University of Alberta (Canadá), K.U. Leuven (Bélgica) y University of Warwick (Reino Unido).

CASTILLO DELGADO, Sonssoles. Nació en Guadalajara en 1969. Licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad de Alcalá de Henares, ha seguido el programa de doctorado del Departamento de Fundamentos e Historia Económica de la Universidad de Alcalá de Henares y ha sido miembro del equipo investigador de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA). En la actualidad es economista jefe de Análisis Transversal - Economías Emergentes del Servicio de Estudios de BBVA.

DEHESA, Guillermo de la. Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid, es técnico comercial y economista del Estado desde 1968 (en excedencia) y jefe de Oficina del Banco de España (en excedencia). Actualmente es presidente del CEPR (Centre for Economic Policy Research, Londres), presidente del OBCE (Observatorio del Banco Central Europeo, Madrid), miembro del G 30 (The Group of Thirty, Washington DC), presidente del Consejo Rector del IE Business School (Madrid), miembro del Euro 50 Group (Bruselas), miembro de la International Academy of Management, experto Monetario del Comité Económico y Monetario del Parlamento Europeo, miembro del Consejo Asesor del CREI de la Universidad Pompeu Fabra, miembro del Consejo Científico del Real Instituto Elcano, miembro del Advisory Board de la Escuela de Negocios ESCP-EAP y miembro del Consejo Asesor del Instituto de Estudios Europeos. Ha sido asesor del Fondo Monetario Internacional sobre gestión de deuda externa, consultor del Banco Mundial sobre liberalización del comercio y asesor económico de varios gobiernos en política económica y en privatizaciones. Empezó su carrera profesional en el sector público como jefe del Servicio de Política de Precios del Ministerio de Comercio y Asesor del Segundo Plan de Desarrollo. Posteriormente, fue director del Centro de Información del Comercio Exterior del Ministerio de Comercio, director general de Coordinación y Servicios del Ministerio de Comercio, secretario general técnico del Ministerio de Industria y Energía, director de Gestión de Activos Exteriores y Relaciones Internacionales del Banco de España, secretario general de Comercio y finalmente, secretario de estado de Economía y secretario de la Comisión Delegada de Asuntos Económicos. Fue, asimismo, miembro del 113 Committee de la Comisión Europea, miembro del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN), miembro del Consejo de Ministros de la OCDE, vicegobernador del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial y gobernador del Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Asiático de Desarrollo y Banco Africano de Desarrollo. A lo largo de sus años de trabajo en el sector público, ha sido consejero de diversas empresas públicas españolas, así como también de varias empresas del sector privado. Colabora en varias corporaciones y organizaciones sin ánimo de lucro. Es autor de más de un centenar de artícu-

los publicados en revistas especializadas de economía y de más de 300 artículos publicados en periódicos españoles y extranjeros.

FERNÁNDEZ DE GUEVARA RADOSELOVICS, Juan. Profesor ayudante doctor en la Universidad de Valencia, donde se graduó en Ciencias Económicas y Empresariales en 1995 y se doctoró (premio extraordinario) en 2005. Desde 1997 forma parte del área técnica del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie). Sus áreas de investigación son la economía bancaria y el capital social. Ha publicado varios libros en colaboración y diversos artículos en revistas nacionales e internacionales como *Journal of Banking and Finance*, *Regional Studies*, *Journal of International Money and Finance*, *The Manchester School*, *Revista de Economía Aplicada*, *Revista de Economía Financiera*, entre otras. Ha participado en más de veinte proyectos de investigación para empresas e instituciones. Es, además, investigador asociado en un proyecto del Plan Nacional de I+D+i.

GARCIA, Gillian G. H. Ha desarrollado su carrera profesional en el Fondo Monetario Internacional, donde ha tenido responsabilidades en el ámbito de la gestión de crisis financieras internacionales. Especialmente conocido es su trabajo en el ámbito de los seguros de depósito. Con anterioridad había trabajado en la Reserva Federal de Chicago y en el Comité Bancario del Senado de los EE.UU. Su carrera profesional empezó como *visitor scholar* en el supervisor bancario de los EE.UU. (*Office of the Controller of the Currency*) en la década de los años 80 y tuvo la oportunidad de estudiar muy de cerca la crisis de las S&Ls. Garcia es autora de seis libros y numerosos artículos y ha sido profesora asociada en las universidades de Stanford, Berkeley y Maryland.

GARCÍA ANDRÉS, Gonzalo. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid, en la especialidad de Teoría Económica. En 1999 ingresa en el Cuerpo Superior de Técnicos Comerciales y Economistas del Estado. Desde 2000 trabaja en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, ocupando distintos puestos en las subdirecciones generales de Legislación y Política Financiera y de Análisis Financiero y Estratégico. Entre otras cuestiones, se ocupa del análisis económico de la regulación financiera y de la coordinación de la presidencia española de 2002 en materia de servicios financieros. Desde octubre de 2004 es subdirector general de Análisis Financiero y Estratégico y miembro alterno, en representación de España, del Comité de Servicios Financieros de la Unión Europea. También ha sido profesor asociado de Fundamentos del Análisis Económico en la Universidad Rey Juan Carlos, impartiendo clases de Economía del Trabajo, Microeconomía y Macroeconomía.

GARCÍA HERRERO, Alicia. Economista jefe de Mercados Emergentes del Servicio de Estudios de BBVA en la actualidad, ha sido también jefe de la División de Economía Internacional del Banco de España. Profesora de la Universidad Johns Hopkins, con anterioridad ha desempeñado los cargos de asesora del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, profesora asociada en la Universidad Autónoma de Madrid y economista en los departamentos del Hemisferio Occidental y de Asuntos Monetarios y Cambiarios en el Fondo Monetario Internacional. Es doctora por la Universidad George Washington (EE.UU.).

GARCÍA MONTALVO, José. Catedrático de Economía de la Universidad Pompeu Fabra y profesor investigador del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie). Primer premio nacional fin de carrera (Economía) del Ministerio de Educa-

ción y Ciencia y premio extraordinario de la Universitat de Valencia. Doctor en economía por la Universidad de Harvard. Ha sido consultor del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo. Es autor de diez libros y más de sesenta publicaciones relacionadas con la econometría, el mercado laboral de los jóvenes, el mercado inmobiliario y la relación entre diversidad étnica y conflictos, que han aparecido, entre otras, en *American Economic Review*, *Review of Economics and Statistics*, *European Economic Review* o el *Journal of Business and Economic Statistics*. <http://www.econ.upf.edu/~montalvo>.

GILL DE ALBORNOZ NOGUER, Belén. Profesora titular de Universidad en el Departamento de Finanzas y Contabilidad de la Universidad Jaume I de Castellón. Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Zaragoza (1995) y doctora por la Universidad Jaume I (2002) (premio extraordinario). Desde 2007 es investigadora asociada del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie), donde ha participado en proyectos con empresas e instituciones. Sus líneas de investigación están relacionadas con temas de manipulación del resultado y calidad de la información contable. Ha obtenido diversos premios de investigación como el Premio José María Fernández Pirla (ICAC), el premio del Centro de Estudios Financieros, y el premio al mejor artículo corto sobre contabilidad y administración de empresas de AECA. Fue becaria postdoctoral en el Departamento de Contabilidad y Finanzas de la Universidad de Lancaster (Reino Unido), dentro del proyecto de capital humano HARMONIA, financiado por la Unión Europea. Ha participado en diversos proyectos de investigación y publicado artículos en revistas nacionales e internacionales como *European Accounting Review*, *Abacus*, *Energy Economics*, *Corporate Governance: An International Review*, *Applied Economics*, *Investigaciones Económicas* y *Revista Española de Financiación y Contabilidad*.

GONZÁLEZ-PÁRAMO, José Manuel. Nació en Madrid, en 1958. Es doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense (1985) y por la Universidad de Columbia (1986). En 1988 obtuvo la plaza de catedrático de Economía Pública en la UCM. Desde 1985 hasta 1994 desempeñó cargos de asesor económico y consultor para el Ministerio de Economía y Hacienda, la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS), el Banco de España, la Comisión Europea y el Banco Mundial. En 1994 fue nombrado miembro del Consejo de Gobierno del Banco de España y, en 1998, de su Comisión Ejecutiva. En 2004 se incorporó al Banco Central Europeo en calidad de miembro de su Comité Ejecutivo y de su Consejo de Gobierno.

KANE, Edward J. Es *James F. Cleary Professor in Finance* en el Boston College. Se graduó en la Universidad de Georgetown y se doctoró en el Massachusetts Institute of Technology (MIT). Entre 1972 y 1992, ocupó la Everett D. Reese Chair of Banking and Monetary Economics en la Ohio State University. Asimismo, ha sido profesor en las universidades de Princeton y Iowa State, así como profesor visitante en la Universidad de Estambul, la Universidad Simon Fraser, la Arizona State University, la University of Arizona y la Universidad Deakin de Australia. Ha actuado como consultor, entre otros numerosos organismos e instituciones, del Banco Mundial y la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Ha sido presidente de la American Finance Association y Guggenheim Fellow. Actualmente, es vicepresidente de la International Atlantic Economic Society y la North American Economics and Finance Association. Obtuvo el premio Adam Smith de la National Association of Business Econo-

mists en 2002. Del mismo modo, ha recibido otros premios, como los de la International Atlantic Economic Society (2000) y la Eastern Finance Association (1998). Es autor de más de cien artículos en revistas económicas y financieras y ha ocupado cargos editoriales en numerosas revistas de primer nivel como *Journal of Finance*, *Journal of Banking and Finance* y *Journal of Money, Credit and Banking*.

KAUFMAN, George G. Doctor (PhD) por la University of Iowa (Estados Unidos). Su interés por la investigación se centra en la regulación bancaria, los mercados financieros y la política monetaria. Entre las actividades profesionales que ha desarrollado, destaca su labor como copresidente del Shadow Financial Regulatory Committee y como director ejecutivo del Financial Economists Roundtable. No menos importantes son sus funciones como coeditor del *Journal of Financial Stability* y como editor del *Research in Financial Services*.

LLEWELLYN, David T. Profesor de la Loughborough University, profesor honorífico visitante del CASS Business School en Londres, y profesor visitante del Swiss Finance Institute en Zurich y de la Vienna University of Economics and Business Administration. Ha trabajado recientemente con varios bancos centrales en cuestiones relacionadas con la crisis financiera global y estrategias de resolución, y como economista para el HM Treasury (Londres) y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Ha sido consultor del Banco Mundial y del FMI. Actualmente es miembro de un comité de asesoría internacional del FMI, sobre gobierno en agencias supervisoras, y consultor del ICAP.

LÓPEZ ABAD, Roberto. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Valencia en la especialidad de Planificación y Desarrollo, y máster en Administración y Dirección de Empresas por el IESE. Inicia su carrera profesional en la Caja de Ahorros del Mediterráneo en 1972. En 1980 se hace cargo del Área de Planificación, implantando en 1985 el proceso de planificación estratégica y poniendo en marcha el sistema de control presupuestario. En 1992 es nombrado director general adjunto, teniendo bajo su responsabilidad las áreas Financiera, Comercial y Nuevas Tecnologías. Ha participado como ponente en numerosos foros de carácter financiero y comercial y ha ejercido la labor docente en la Fundación para el Desarrollo Empresarial, impartiendo ciclos sobre Control de Gestión. Ha sido consejero en representación de la Caja de Ahorros del Mediterráneo en muchas de las empresas y organizaciones en las que dicha entidad ha participado. Desde febrero de 2001 es director general de la Caja de Ahorros del Mediterráneo.

MARQUÉS-IBÁÑEZ, David. Desde febrero de 2008, es economista senior de la División de Investigación Financiera del Banco Central Europeo. Es también Visiting Research Fellow del Institute of European Finance (Reino Unido). Anteriormente, fue economista de análisis de políticas, estadística e investigación en la Dirección de Política Monetaria de la misma institución, desde la introducción del euro. Es licenciado por las universidades de Granada y de Florencia, y Master y doctor (PhD) por la University of Wales-Bangor, bajo la supervisión del Prof. Philip Molyneux. En el Banco Central Europeo ha realizado y coordinado trabajos en diferentes aspectos de la estructura financiera de la zona euro, los vínculos entre estabilidad financiera y política monetaria, innovación financiera y desarrollo de indicadores para el seguimiento de las condiciones financieras en la zona euro. Sus principales áreas de interés en la actualidad se refieren al papel de las condiciones a las que se enfrentan las enti-

dades financieras y al mecanismo de transmisión de la política monetaria, la titulización, las fusiones y adquisiciones y las elecciones de financiación empresarial. Autor de más de 40 artículos y publicaciones entre las cuales se encuentran revistas como *Journal of Financial Services Research*, *Journal of Economics and Business* y monografías como el *Handbook of Banking* editado por *Oxford University Press*.

MARTÍNEZ ISACH, Luís. Profesor asociado en el Departamento de Finanzas y Contabilidad de la Universidad Jaume I de Castellón. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia, y censor jurado de cuentas. Tiene una dilatada trayectoria profesional como *controller* interno de grandes empresas del sector del azulejo, sobre el que es un experto. Su especialidad es la contabilidad de costes y el control de gestión, materia sobre la que imparte docencia en numerosos cursos de posgrado y máster. Ha sido conferenciante en numerosas ocasiones y ponente en congresos como AECA o ASEPU. También ha colaborado en proyectos de investigación y publicado algunos trabajos en revistas como la *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*.

MARTÍNEZ PARERA, Montserrat. Directora del Gabinete de Presidencia de la CNMV. Nació en Barcelona en 1975. Es licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales (especialidad en Economía) por la Universitat Pompeu Fabra. Siguió el Programa de Estudios de Postgrado en Economía y Finanzas del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI), Madrid (1999). Ha sido directora del Gabinete de la Presidencia de la CNMV, jefa de Gabinete de la Vicepresidencia de la CNMV, y anteriormente trabajó en el Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, como economista senior de tipos de interés y tipos de cambios de la OCDE y coordinación de mercados en países latinoamericanos; analista de la economía de EE.UU., materias primas y analista de la economía alemana, francesa y británica. Ha impartido clases en la Universidad La Comercial, Deusto (Pamplona), y otros cursos de formación internos del BBVA y la Escuela de Finanzas del BBVA (Madrid). Ha colaborado en revistas nacionales, prensa, emisoras de radio y publicaciones periódicas de BBVA y CNMV.

MATAS MIR, Antonio. Doctor en Economía por la Universidad de Manchester (Reino Unido) y *principal economist-statistician* en el Directorado General de Estadística del Banco Central Europeo, donde trabaja en la armonización de la información estadística de bancos y otras instituciones financieras en la eurozona. Ha publicado artículos en varias revistas académicas, entre otras *European Economic Review* y *Journal of Econometrics*.

MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, José María. Licenciado en Derecho por la Universidad de Santiago de Compostela. Licenciado en Ciencias Políticas y de la Administración por la Universidad Autónoma de Madrid. Pertenece al Cuerpo Superior de Administradores Civiles del Estado. Ocupó diversos cargos en la Subdirección General de Legislación y Política Financiera (Ministerio de Economía) entre 1993 y 1999. Ocupó el cargo de subdirector general de Legislación y Política Financiera de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (Ministerio de Economía y Hacienda) entre 1999 y 2003. Durante el tiempo que estuvo en la Dirección General del Tesoro perteneció a diversos grupos de trabajo del Consejo y la Comisión de la Unión Europea relacionados con la regulación financiera. Entre otros, el Comité Consultivo Bancario, el Comité de Valores Europeo y el Financial Services Policy Group. Ha ocupado el cargo de se-

cretario general – vicesecretario del Consejo de Administración de la Confederación Española de Cajas de Ahorros; secretario del Patronato de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS) y presidente del Comité de Prevención del Blanqueo de Capitales de la CECA. Desde 2004 es presidente del Comité de Coordinación del European Savings–Banks Group; vocal del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y miembro del «panel» consultivo del Comité Europeo de Supervisores Bancarios. Actualmente se desempeña como director general adjunto —Área Asociativa y secretario general de la CECA.

MOLYNEUX, Phil. *Doctor (PhD) in Economics* por la University of Wales (Reino Unido). Catedrático de Banca de la School of Accounting, Banking and Economics de la University of Wales, Bangor (Reino Unido) y co-director del Institute of European Finance. Es autor de numerosas publicaciones sobre temas de estructura de mercado y eficiencia bancaria, entre las que se incluyen varios artículos en el *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Money, Credit and Banking* y *European Economic Review*, entre otras.

NIETO CAROL, María Jesús. Es asesora del director general de Regulación del Banco de España desde diciembre 2000 y en este tiempo ha representado al Banco de España en grupos de trabajo del Comité de Supervisores de Basilea y la Comisión Europea. Ha cooperado como *visiting scholar* con la Reserva Federal de Atlanta desde el año 2004 y es coautora de diversos artículos publicados en el *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Financial Stability*, *European Financial Management*, y *Journal of Banking Regulation*, entre otros. Además, ha cooperado con el Financial Market Group en la London School of Economics (LSE), Center for European Policy Studies (CEPS), Center for Economic Policy Research (CEPR). Ha desarrollado su carrera profesional en el Banco Central Europeo (1998-2000), el Gabinete de la Presidencia del Gobierno — Departamento de Economía (1996-1998) y el Fondo Monetario Internacional (1991-1995), con quien ha trabajado de consultora en materia financiera en varias ocasiones desde entonces. Es inspectora del Banco de España y obtuvo un MBA (especialidad financiera) por la Universidad de California, Los Ángeles (UCLA) y el doctorado *cum laude* por la Universidad Complutense de Madrid. Obtuvo la beca Fundación Ramón Areces para realizar sus estudios en UCLA.

PEREIRA RODRÍGUEZ, Jorge J. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales, inspector de finanzas del Estado, censor jurado de cuentas y profesor de la UNED. Jefe de Análisis Financiero y Relaciones con Iberoamérica en el Área Asociativa de la CECA, representándola en los comités de Regulación Financiera y de Cooperación Económica de la AECA, Grupo Regional para Latinoamérica del IMCA y Asociación Hipotecaria Española. Ha sido miembro del equipo que elaboró los libros Verde y Blanco para la reforma fiscal en España, Vocal de la Comisión para la Evaluación del Fraude Fiscal, colaboró con el Gobierno Autónomo de Canarias en la reforma de su régimen fiscal y fue asesor de la subcomisión para el estudio de las relaciones entre la contabilidad y la supervisión de las entidades financieras del ICAC. Consejero del Colegio de Economistas de Madrid y del Consejo General de Economistas de España. Actualmente se desempeña como jefe de Análisis Normativo y Financiero en la CECA. Autor de numerosas publicaciones sobre materias financieras y fiscales, y ponente en múltiples seminarios de esta naturaleza de ámbito tanto nacional como internacional.

PÉREZ FERNÁNDEZ, José. Es presidente de InterMoney. Su carrera profesional ha discurrido durante más de treinta años en el ámbito de las entidades financieras, primero en la banca central –Banco de España– y después en la banca privada –Grupos BBV y BBVA. En ambos casos ha ejercido tareas de alta dirección, con responsabilidades en los campos del análisis y la investigación económica; la política monetaria; el diseño, desarrollo y administración de infraestructuras de valores y sistemas de pagos, y, en fin, la regulación, supervisión, gestión y control de entidades bancarias. Es autor de diversos trabajos sobre política monetaria, mercados financieros, regulación bancaria, macroeconomía y estudios econométricos.

PEYDRÓ ALCALDE, José Luis. Economista del Banco Central Europeo. Trabaja en temas de intermediación financiera, riesgo sistémico, globalización financiera, y política monetaria. Es licenciado en Economía por la UB. Consiguió el Primer Premio Nacional de Fin de Carrera en Ciencias Económicas en 1998. Tiene un máster en Economía por el CEMFI y un máster en Finanzas por INSEAD. Se doctoró en economía financiera en INSEAD en 2005. Es autor de publicaciones en revistas internacionales de máximo prestigio y ha presentado trabajos en las conferencias más prestigiosas del mundo en economía y finanzas. Sus últimos trabajos sobre riesgo sistémico y contagio financiero han sido publicados en el *Review of Financial Studies* y en el *Handbook of Banking* de Oxford University Press.

RESTOY LOZANO, Fernando. Nació en Madrid en 1961. Licenciado con premio extraordinario en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense (1984); máster (MSc) en Economía Matemática y Econometría por la London School of Economics con *mark of distinction* (1988); máster (MA) en Economía por la Universidad de Harvard (1990) y doctor (Ph.D) en Economía por la Universidad de Harvard (1991). Es vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, consejero de Banco de España y presidente de CESR-Fin (Grupo de información financiera del Comité Europeo de Reguladores de Valores-CESR). Ha sido profesor ayudante de Teoría Económica de la Universidad Complutense de Madrid; investigador del Programa de Investigaciones Económicas de la Fundación Empresa Pública; ayudante de docencia en Econometría Aplicada de la Universidad de Harvard; economista titulado del Servicio de Estudios del Banco de España; profesor asociado de Economía Financiera de la Universidad Complutense de Madrid; profesor visitante de Economía Financiera de la Universidad Carlos III de Madrid; asesor económico y jefe de la Sección de Instrumentación de la Política Monetaria del Instituto Monetario Europeo; economista jefe de la Unidad de Estudios Financieros, Departamento de Estudios Monetarios y Financieros del Servicio de Estudios del Banco España; subdirector del Departamento de Estudios Monetarios y Financieros y Jefe de la División de Asuntos Europeos y Economía Internacional del Banco de España; director del Departamento de Estudios Monetarios y Financieros del Banco de España. Autor de medio centenar de monografías, capítulos de libros y artículos publicados en revistas profesionales nacionales y extranjeras en áreas relacionadas con la economía financiera, la política monetaria y la macroeconomía. Evaluador de artículos para veinte revistas profesionales. Supervisor de tres tesis doctorales.

RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, Francisco. Licenciado y doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Granada, de la que es profesor titular de Análisis Económico. Realizó estudios de postgrado en las universidades de Módena y

Bolonia (Italia). Ha sido investigador visitante en centros de investigación como la University of Wales-Bangor, University of Alberta-Edmonton o el departamento de investigación de la Reserva Federal de Chicago. Asimismo, es investigador para la Fundación de las Cajas de Ahorros, FUNCAS, y ha realizado proyectos de investigación competitivos en el marco del Ministerio de Ciencia e Innovación, la Consejería de Innovación y Ciencia de la Junta de Andalucía y para instituciones como la Comisión Europea. Cuenta con más de 50 publicaciones en numerosas revistas nacionales e internacionales sobre sistema financiero, sector bancario, competencia y crecimiento económico como, entre otras, *Review of Finance*, *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Financial Services Research*, *Regional Studies*, *European Urban and Regional Studies*, *Journal of Economics and Business*, *Journal of International Financial Markets*, *Institutions and Money*, *Moneda y Crédito*, *Investigaciones Económicas*, *Revista de Economía Aplicada* y *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*.

RODRÍGUEZ LÓPEZ, Julio. Nació en Motril (Granada), 1943. Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Estadístico superior del Estado y economista titulado del Banco de España, en situación de excedencia en el primero. Ha sido concejal del Ayuntamiento de Pozuelo de Alarcón (Madrid), 1979-1982; consejero de Economía e Industria de la Junta de Andalucía, 1982-1985; presidente del Banco Hipotecario de España, 1985-1994; presidente de la Caja General de Ahorros de Granada 1994-2001; vocal del Consejo Superior de Estadística en representación del sindicato UGT, desde enero de 2002; profesor del máster «Política territorial y urbanística, especialidad: Gestión Urbanística, del Instituto Pascual Madoz, de la Universidad Carlos III de Madrid; vocal del Consejo de Administración de la Empresa Pública de Suelo de Pozuelo de Alarcón (Madrid) desde 2004; vocal del Consejo Económico y Social de la Comunidad de Madrid, en representación del sindicato UGT, desde noviembre de 2005, y gerente de la Universidad de Alcalá (Madrid) desde julio de 2006. Actualmente es asesor del gobernador del Banco de España. Ha publicado numerosos artículos sobre economía de la vivienda en importantes revistas españolas como *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, *Cuadernos de Información Económica*, *Estudios Económicos*, del Banco de España, y *Revista Española de Financiación a la Vivienda*.

ROSEN, Richard J. Doctor (PhD) in Economics por la Princeton University (Estados Unidos). Economista senior y consultor del Departamento de Investigación Económica del Banco de la Reserva Federal de Chicago. Desde su posición, conduce la investigación en cuestiones relacionadas con la intermediación financiera, la regulación bancaria, y el futuro de la banca y las fusiones bancarias. Autor de numerosos artículos y publicaciones sobre el sistema financiero. Ha publicado, entre otras, en las siguientes revistas: *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of Business*, *Journal of Money, Credit, and Banking*, y *Rand Journal*. Ha sido profesor en el Kelley School of Business de la Indiana University, el Wharton School de la University of Pennsylvania, y el School of Business de la Georgetown University. Ha trabajado también en el Consejo de Administración del Sistema de la Reserva Federal.

SAURINA SALAS, Jesús. Nacido en Lérida en 1966. Doctor en Economía por la Universidad Complutense de Madrid. Ha realizado los cursos de postgrado del CEMFI. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Barcelona. Actualmente es director del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de España y miembro del *Banking Supervision Committee* en el Banco Central Europeo. Ha sido profesor asociado de la Universidad Carlos III de Madrid (1966-2000). Ha publicado numerosos artículos en revistas españolas (*Investigaciones Económicas*, *Moneda y Crédito*, *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA* y *Estabilidad Financiera*) e internacionales (*Journal of Financial Economics*, *International Journal of Central Banking*, *Journal of Financial Intermediation*, *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Financial Services Research*, *European Economic Review* y *Economics Letters*).

TORRERO MAÑAS, Antonio. Nacido en Almería en 1940, comenzó su carrera profesional en Mapfre Mutualidad. Ha sido consejero delegado de Ageco, presidente del Banco Hipotecario de España, presidente de Reit S.A., consejero del Instituto Nacional de Hidrocarburos y consejero del Banco Español de Crédito hasta 1993. Ha sido profesor de la Universidad Complutense y de la Universidad de Málaga. Pertenece, desde su fundación, al Instituto Español de Analistas Financieros. Actualmente es catedrático de Estructura Económica de la Universidad de Alcalá. Es autor de varios libros.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

BANCAJA (Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante). Castellón.
BBK (Bilbao Bizkaia Kutxa). Bilbao.
CAIXA CATALUNYA (Caixa d'Estalvis de Catalunya). Barcelona.
CAIXA GALICIA (Caja de Ahorros de Galicia). La Coruña.
CAIXA GIRONA (Caixa d'Estalvis de Girona). Gerona.
CAIXA LAIETANA (Caixa d'Estalvis Laietana). Mataró (Barcelona).
CAIXA MANLLEU (Caixa d'Estalvis Comarcal de Manlleu). Manlleu (Barcelona).
CAIXA MANRESA (Caixa d'Estalvis de Manresa). Manresa (Barcelona).
CAIXA ONTINYENT (Caja de Ahorros y M.P. de Ontinyent). Ontinyent (Valencia).
CAIXA PENEDÈS (Caixa d'Estalvis del Penedès). Villafranca del Penedès (Barcelona).
CAIXA SABADELL (Caixa d'Estalvis de Sabadell). Sabadell (Barcelona).
CAIXA TARRAGONA (Caixa d'Estalvis de Tarragona). Tarragona.
CAIXA TERRASSA (Caixa d'Estalvis de Terrassa). Terrassa (Barcelona).
CAIXANOVA (Caja de Ahorros de Vigo, Ourense e Pontevedra). Vigo (Pontevedra).
CAJA CANARIAS (Caja General de Ahorros de Canarias). Santa Cruz de Tenerife.
CAJA CANTABRIA (Caja de Ahorros de Santander y Cantabria). Santander.
CAJA CÍRCULO (Caja de Ahorros y M.P. del Círculo Católico de Obreros de Burgos). Burgos.
CAJA DE ÁVILA (Caja de Ahorros de Ávila). Ávila.
CAJA DE BADAJOZ (M.P. y Caja General de Ahorros de Badajoz). Badajoz.
CAJA DE BURGOS (Caja de Ahorros Municipal de Burgos). Burgos.
CAJA DE EXTREMADURA (Caja de Ahorros y M.P. de Extremadura). Cáceres.
CAJA DE GUADALAJARA (Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara). Guadalajara.
CAJA DE JAÉN (Caja Provincial de Ahorros de Jaén). Jaén.
CAJA DUERO (Caja de Ahorros de Salamanca y Soria). Salamanca.
CAJA ESPAÑA (Caja España de Inversiones, C.A. y M.P.). León.
CAJA GRANADA (Caja General de Ahorros de Granada). Granada.
CAJA INMACULADA (Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón). Zaragoza.
CAJA MADRID (Caja de Ahorros y M. P. de Madrid). Madrid.
CAJA MURCIA (Caja de Ahorros de Murcia). Murcia.
CAJA NAVARRA (Caja de Ahorros y M.P. de Navarra). Pamplona.
CAJA RIOJA (Caja de Ahorros de La Rioja). Logroño.
CAJA SEGOVIA (Caja de Ahorros y M.P. de Segovia). Segovia.
CAJASOL (M.P. y Caja de Ahorros de San Fernando de Huelva, Jerez y Sevilla). Sevilla.
CAJASTUR (Caja de Ahorros de Asturias). Oviedo.
CAJASUR (Caja de Ahorros y M.P. de Córdoba). Córdoba.
CAM (Caja de Ahorros del Mediterráneo). Alicante.
CCM-CAJA CASTILLA LA MANCHA (Caja de Ahorros de Castilla La Mancha). Cuenca.
COLONYA CAIXA POLLENÇA (Caja de Ahorros de Pollença). Pollença (Islas Baleares).
IBERCAJA (Caja de Ahorros y M.P. de Zaragoza, Aragón y Rioja). Zaragoza.
KUTXA (Caja de Ahorros y M.P. de Gipuzkoa y San Sebastián). San Sebastián.
LA CAIXA (Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona). Barcelona.
LA CAJA DE CANARIAS (Caja Insular de Ahorros de Canarias). Las Palmas de Gran Canaria.
SA NOSTRA (Caja de Ahorros y M.P. de las Baleares). Mallorca.
UNICAJA (M.P. y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera). Málaga.
VITAL KUTXA (Caja de Ahorros de Vitoria y Álava). Vitoria.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 120. Los servicios en España
N.º 121. Economía y cambio climático

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

- N.º 96. El consumidor en la contratación bancaria electrónica
N.º 97. Tarjetas de pago

PANORAMA SOCIAL

- N.º 9. Tercer Sector y voluntariado
N.º 10. Familias en transformación

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

- N.º 22. Galicia y Norte de Portugal. Claves económicas de una eurorregión

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 212. La explosión del ahorro familiar
N.º 213. La travesía del desierto

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

En INTERNET: <http://www.funcas.es/>

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81
suscrip@funcas.es

AÑO 2009

Deseo suscribirme a:	Euros
<input type="checkbox"/> <i>Papeles de Economía Española</i>	55,00
Números sueltos	17,00
<input type="checkbox"/> <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>	48,00
Números sueltos	17,00
<input type="checkbox"/> <i>Cuadernos de Información Económica</i>	66,00
Números sueltos	13,00
<input type="checkbox"/> <i>Panorama Social</i> (dos números)	25,00
Números sueltos	15,00
<input type="checkbox"/> <i>Estudios de la Fundación</i> (un ejemplar)	13,00

(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío Giro postal núm Cheque bancario

Nombre o razón social

Profesión, actividad o departamento

Domicilio Teléfono

Ciudad C.P. Provincia o país

Fecha Correo electrónico

- Domiciliación bancaria

Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará
LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS a mi nombre
en la siguiente Cuenta corriente o Libreta de ahorros:

Firma o sello. 

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta
□ □ □ □	□ □ □ □	□ □	□ □ □ □ □ □ □ □ □ □

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 596 57 96

